

重庆农商(601077)/银行

渝农商行新股报告： 首家 A+H 股上市农商行，结构优化调整持续

评级： -

市场价格： -

分析师： 戴志锋

执业证书编号： S0740517030004

电话：
Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师： 邓美君

执业证书编号： S0740519050002

电话：
Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

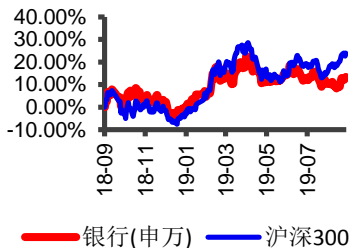
研究助理： 贾靖

Email: jjajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	10.000
流通股本(百万股)	
市价(元)	
市值(百万元)	
流通市值(百万元)	

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(百万元)	21,705	23,987	26,117	29,193	32,021
增长率 yoy%	-0.3%	10.5%	8.9%	11.8%	9.7%
净利润	7,945	8,936	9,057	10,377	11,318
增长率 yoy%	10.0%	12.5%	1.4%	14.6%	9.1%
每股收益(元)	0.85	0.89	0.91	0.91	1.00
净资产收益率	16.14%	15.49%	13.52%	12.95%	12.03%
P/E	8.63	8.25	8.14	8.07	7.40
PEG					
P/B	1.31	1.17	1.04	0.94	0.85

投资要点

- **重庆农商行是全国首家“A+H”股上市的农商行。**截至2018年，管辖1家分行、42家支行、1772个分支机构，在政府的扶持帮助下发展成为管理特色化、科技创新化、产品多元化的金融机构。重庆区位优势显著，金融国际化进程加速。公司深根重庆，在重庆具有人缘地缘优势，服务了重庆80%的人口，小微产品市场份额在重庆市占有率高。
- **公司盈利能力分析：**1、公司近年营收增速在可比银行中总体偏弱，增速要低于西部区域的上市城商行和农商行整体水平。净利润增速则是在2018年实现低点，1H19拐点向上同比增18.9%，增速要高于可比同业。2、ROA和ROE则是高于农商行整体水平的，且略高于西部银行平均水平。渝农商行ROA总体处于相对稳定水平，1H19 ROA为1.22%，为2015年来最好水平，为可比银行中最高。3、从盈利能力杜邦分析看，渝农商行净利息收入和中收水平要明显高于可比同业，虽有一定放缓，但仍支撑了公司ROA处于同业偏高水平。同时从杠杆率水平看，公司的杠杆率要高于城商行平均水平，ROE也会较可比城商行偏高。
- **净利息收入1H19在低基数基础上实现较大回升，主要是规模因素影响。**从规模和息差拆分开，净利息收入的波动主要是受到生息资产规模的影响，从价格趋势看息差是持续放缓的。通过对息差进行拆分，渝农商行资产端收益率在可比银行中具有一定优势。1) **资产端收益率：**渝农商行近年来积极调整资产结构，加大高收益信贷占比，使得生息资产收益率自2016年来逐步回升至2018年最高4.7%，但19年来贷款利率有一定下行，拖累生息资产收益率下行至4.49%。2) **负债端付息率：**在2018市场竞争加剧、上市银行平均负债成本有所上行的情况下，渝农商行负债成本上行幅度较西部同业较小，1H19计息负债付息率为2.31%，较2018年小幅上行1bp。
- **资产负债结构：**1) **资产端：**生息资产增速2018年有较大程度放缓，主要是债券投资规模有较大压降，贷款同比增速则是持续走阔的。从结构上看，贷款和债券投资占比高，贷款占比稳步提升，同业资产平稳下降。且贷款对公主要集中于制造业、租赁商贸业和水利公共设施业，近年来制造业贷款比例有所下降，加大水利、环境和公共设施管理业等不良率相对较低领域及租赁和商务服务业等高新技术的贷款投放。个人贷款主要以按揭和消费经营性贷款为主，信用卡贷款占比较低且逐年下降。2) **负债端：**计息负债同比增速也是18年呈现低点，1H19实现恢复性增长，主要受存款增速放缓和同业负债压降的拖累。从结构上看，核心负债占比提升，主动负债向发行债券倾斜，对同业负债依存度较低。存款活期化程度有一定下降。

- **资产质量和资本充足率：1、不良率和不良净生成：**2018年在不良认定趋严下不良率有一次性攀升，但总体不良水平仍处于西南银行偏低水平，不良净生成比例也有上升。**2、关注类占比：**从未来不良压力看，公司关注类贷款占比2016-2018年来呈现下行趋势，但1H19有小幅攀升，关注类贷款占比为2.41%。从横向比较看，1H19公司关注类占比在可比银行中位列第5，较西南城商行有一定优势，但较农商行平均水平偏高，为5年以来首次高于农商行平均水平。**3、风险抵补能力在可比银行中处于较优水平。**渝农商行拨备覆盖率、拨贷比水平在可比银行中均处于较优水平，1H19拨备覆盖率为368%，拨贷比4.58%。
- **附：**本次发行前每股净资产（按公司2019年3月31日经审计归属于母公司股东权益除以发行前总股本计算）：7.37元。另：网下发行中，每个配售对象获配的股票中，30%的股份无锁定期，自本次发行股票在上交所上市交易之日起即可流通；70%的股份锁定期为6个月，锁定期自本次发行股票在上交所上市交易之日起开始计算。
- **风险提示：**区域经济恶化的风险。银行资本金不足的风险。政策变动的风险。申购新股具有锁定期，锁定期内公司经营指标或出现风险。

内容目录

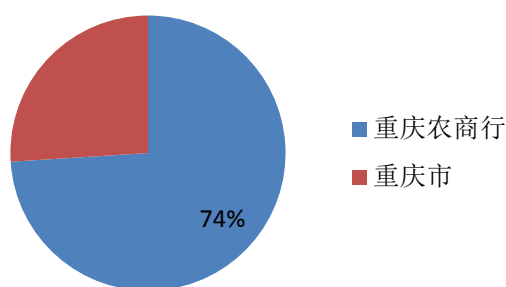
一、公司发展情况、股权结构及业务分析.....	- 4 -
1.1 渝农商行简介.....	- 4 -
1.2 重庆地区区域经济情况.....	- 4 -
1.3 渝农商行股权结构.....	- 5 -
二、盈利能力分析.....	- 6 -
2.1 整体盈利能力在西部地区偏弱，ROA 则处可比同业最高.....	- 6 -
2.2 净利息收入：19 年拐点向上，规模回升带动.....	- 9 -
2.3 中收占比营收上升，成本管控能力提升.....	- 11 -
三、资产负债结构分析.....	- 13 -
3.1 资产端：结构持续优化，零售化趋势加深.....	- 13 -
3.2 负债端：核心负债占比提升，但活期化程度有小幅下降.....	- 15 -
四、资产质量：总体处于可比同业中等偏上.....	- 17 -

一、公司发展情况、股权结构及业务分析

1.1 渝农商行简介

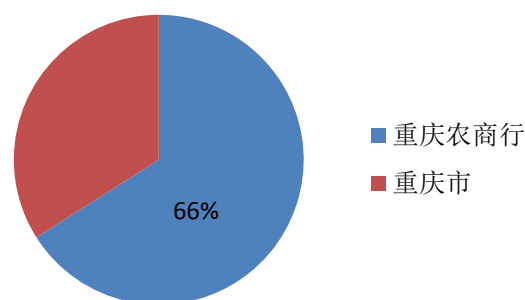
- 重庆农商行是全国首家“A+H”股上市的农商行。**重庆农商行前身是成立于 1951 年的重庆市农村信用社，2008 年由重庆市农村信用社联合社、重庆市辖内 38 家县级农村信用合作社以及重庆市武农村合作银行进行重组改制而成立，2010 年成为在香港上市的首家农商行以及地方银行。2012 年在曲靖开设首家异地分行，并在沿海地区批量发起设立村镇银行。截至 2018 年，管辖 1 家分行、42 家支行、1772 个分支机构，在政府的扶持帮助下发展成为管理特色化、科技创新化、产品多元化的金融机构。资产和业务规模方面，截至 2019 年 3 月 31 日，本行总资产达 9,887.67 亿元，贷款余额达 3,825.85 亿元，存款规模达 6,760.53 亿元。
- 攻坚扶贫，助力小微企业发展。**公司深根重庆，在重庆具有人缘地缘优势，服务了重庆 80% 的人口，帮助全市一半的中小企业成长壮大，以身作则响应国家的三农号召，实施了产业扶贫、电商扶贫、创新党建扶贫，涉农贷款突破 1500 亿元，占据全市四分之一的市场。向小企业量身定制信贷产品及服务，满足中小企业短、频、快的需要。公司在重庆金融机构中率先提供集体林权抵押款、商标权质押款，成功解决了一些中小企业缺少一般抵押品而难以融资的困难。推出科技企业推出知识价值信用贷，累计贷款 6.39 亿，占据全市 66% 的份额。投放“农村一二三产业融合贷款”11.93 亿元，占比全市 44%，以及“支农创投贷”1.17 亿元，占全市 74%。三款小微产品市场份额居全市第一。

图表：重庆农商行支农创投贷市场份额



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：重庆农商行知识价值信用贷市场份额



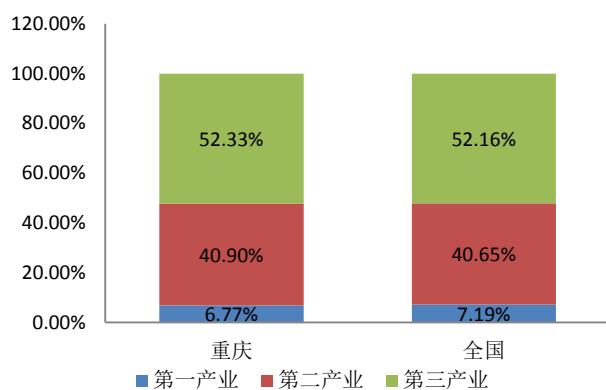
来源：Wind，中泰证券研究所

1.2 重庆地区区域经济情况

- 重庆区位优势显著，金融国际化进程加速。**重庆市是中国人口最多、面积最大的且是中国西部唯一的直辖市，城乡经济均衡发展，人口分布相

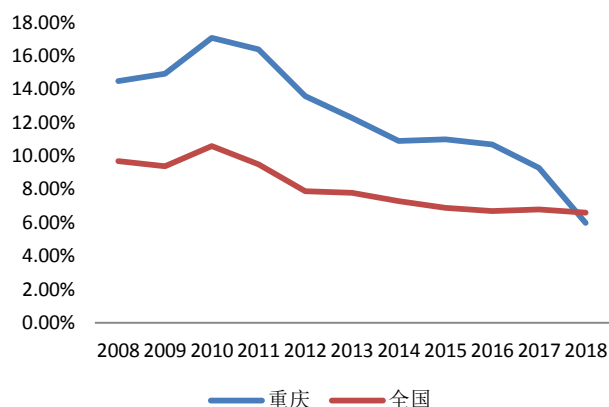
对均匀。自 2000 年以来受惠于西部大开发战略、新农村建设及城乡统筹发展等利好政策影响，自 2008 年以来 GDP 增速一直保持远高于全国平均水平的增速，但 2018 年 GDP 增速有一定下滑至 6%。借助自身区位优势，重庆市政府积极打造内陆开放高地，加快交通枢纽建设，成为了外商直接投资以及贸易流动蓬勃发展的国际大都会，同时重庆成立了中国内陆唯一的国家级新区 - 两江新区，该区孕育了先进的制造业基地和现代服务业基地，重庆作为西部的工业中心，第二产业和第三产业占比较大。截至 2017 年全市的本外币存款余额为 34853.53 亿元，较上年增长 1.08%，全市的本外币贷款余额为 28417.46 亿元，同比增加 1.11%。

图表：重庆市产业结构



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：重庆市经济增长情况



来源：Wind，中泰证券研究所

1.3 渝农商行股权结构

- 公司不存在实际控制人及一致行动人，前五大股东是重庆渝富资产管理集团有限公司（9.98%）、重庆市城市建设投资（集团）有限公司（7.97%）、重庆交通旅游投资集团有限公司（5.89%）、隆鑫控股有限公司（5.70%）、重庆财信企业集团有限公司（4.43%）。其中非境外上市法人占比 59.25%、非境外上市自然人持股 15.62%、境外上市的外资股 25.13%。同时公司控股 13 家子公司，除了渝农商金融租赁有限公司外，其余均为云南、福建、广西、江苏的渝农商村镇有限责任公司。

图表：渝农商行持股比例前十大股东

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	SS	988,000,000	9.88
2	重庆市城市建设投资（集团）有限公司	SS	797,087,430	7.97
3	重庆交通旅游投资集团有限公司	SS	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	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
7	BlackRock, Inc.	H 股	247,586,823	2.48
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	Fosun International Limited	H 股	176,048,000	1.76
10	Citigroup Inc.	H 股	161,598,297	1.62
合计			4,472,504,731	44.73

注：根据本行股东所提供的资料，本行的前10大股东之间不存在权益关系

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

二、盈利能力分析

2.1 整体盈利能力在西部地区偏弱，ROA 则处可比同业最高

- 整体业绩增速在可比银行中总体偏弱，增速要低于西部区域的上市城商行和农商行整体水平。从营收和 PPOP 同比增速看，渝农商行 2017 年在低基数的基础上实现了同比高增速，随后业绩增速有所放缓，1H19 营收和 PPOP 同比增 0.1%、9.2%，整体增速要低于西部银行和农商行的平均水平。净利润增速则是在 2018 年实现低点，1H19 拐点向上同比增 18.9%，增速要高于可比同业。

图表：可比银行近3年业绩增速比较

	营收增速				PPOP 增速				归母净利润增速			
	2016	2017	2018	1H19	2016	2017	2018	1H19	2016	2017	2018	1H19
渝农商行	-0.3%	10.5%	8.9%	0.1%	3.9%	17.6%	14.7%	9.2%	10.0%	12.5%	1.4%	18.9%
成都银行	-3.3%	12.0%	20.1%	12.4%	-4.5%	18.3%	24.1%	12.7%	-8.5%	51.7%	18.9%	18.0%
西安银行	-4.2%	9.1%	21.2%	26.9%	-2.6%	12.3%	24.7%	30.0%	1.1%	6.0%	10.8%	11.1%
贵阳银行	32.0%	22.8%	1.4%	12.0%	43.8%	20.5%	3.2%	11.0%	13.4%	24.0%	13.4%	16.5%
长沙银行	20.4%	20.8%	15.0%	26.4%	28.1%	22.0%	14.3%	29.2%	16.8%	23.2%	13.9%	12.0%
苏农银行	-2.7%	18.1%	15.6%	14.8%	-2.4%	21.9%	12.4%	9.1%	7.6%	12.5%	9.7%	14.9%
常熟银行	28.5%	11.7%	16.5%	13.7%	29.1%	13.0%	17.5%	11.7%	7.8%	21.4%	17.6%	20.1%
无锡银行	5.2%	13.1%	11.9%	4.8%	16.5%	18.7%	14.1%	2.9%	7.2%	11.4%	10.2%	11.2%
江阴银行	-1.0%	1.5%	27.0%	18.0%	-2.6%	-9.0%	45.3%	33.6%	-4.4%	3.9%	6.1%	9.2%
张家港行	1.0%	-0.4%	24.0%	25.7%	2.4%	3.7%	23.4%	37.7%	2.4%	10.7%	9.4%	15.1%
紫金银行	16.9%	5.3%	16.8%	22.2%	27.4%	1.6%	20.8%	33.1%	23.0%	10.2%	10.2%	18.4%
青农商行	1.4%	4.3%	22.7%	28.6%	3.8%	2.5%	29.2%	37.0%	3.4%	10.9%	13.3%	12.9%
西部银行平均	11.2%	16.2%	14.4%	19.4%	16.2%	18.3%	16.6%	20.7%	5.7%	26.2%	14.3%	14.4%
农商行平均	7.1%	7.7%	19.2%	18.3%	10.6%	7.5%	23.2%	23.6%	6.7%	11.6%	10.9%	14.5%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

■ **ROA 和 ROE 则是高于农商行整体水平的,且略高于西部银行平均水平。**

1、历史变动情况：近年来受利率市场化影响，银行业整体 ROA 和 ROE 中枢降低，渝农商行 ROA 则总体处于相对稳定水平，1H19 ROA 为 1.22%，为 2015 年来最好水平。2、同业对比：渝农商行整体 ROA 水平与可比同业相比是处于较高水平的，16 年来 ROA 为可比农商行中最高，同时和西部地区城商行相比也处于中游偏高水平，其中 1H19 的 ROA 为可比银行中最高。

图表：可比银行 ROA、ROE 对照表

	ROA					ROE				
	2015	2016	2017	2018	1H19	2015	2016	2017	2018	1H19
渝农商行	1.08%	1.05%	1.05%	0.99%	1.22%	16.05%	15.75%	10.04%	13.49%	15.78%
成都银行	0.91%	0.76%	1.01%	1.00%	0.98%	14.65%	12.22%	22.28%	16.53%	15.73%
西安银行	1.10%	0.94%	0.93%	0.99%	1.06%	16.47%	13.25%	12.49%	12.54%	12.49%
贵阳银行	1.64%	1.21%	1.11%	1.09%	1.04%	26.30%	21.43%	19.97%	18.91%	17.41%
长沙银行	-	-	0.93%	0.93%	0.96%	-	-	17.60%	16.55%	16.54%
苏农银行	0.92%	0.86%	0.86%	0.76%	0.97%	19.21%	12.36%	9.02%	9.06%	10.84%
常熟银行	0.94%	0.86%	0.95%	1.00%	1.07%	16.95%	15.26%	12.54%	12.65%	11.80%
无锡银行	0.74%	0.73%	0.77%	0.75%	0.82%	12.37%	11.23%	11.08%	10.69%	11.76%
江阴银行	0.93%	0.79%	0.72%	0.69%	0.64%	12.24%	9.87%	9.14%	8.70%	7.38%
张家港行	0.88%	0.80%	0.79%	0.79%	0.79%	20.14%	19.29%	9.51%	9.42%	9.38%
紫金银行	0.97%	0.85%	0.71%	0.67%	0.72%	14.74%	22.01%	17.92%	11.68%	11.32%
青农商行	1.20%	1.02%	0.93%	0.90%	0.93%	14.57%	13.00%	12.73%	12.46%	12.29%
西部银行平均	1.22%	0.97%	1.00%	1.00%	1.01%	19.14%	15.63%	18.09%	16.13%	15.54%
农商行平均	0.94%	0.84%	0.82%	0.79%	0.85%	15.75%	14.72%	11.71%	10.67%	10.68%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

- 从盈利能力杜邦分析看，渝农商行净利息收入和中收水平要明显高于可比同业，虽有一定放缓，但仍支撑了公司 ROA 处于同业偏高水平。1) **历史纵向表现**：从渝农商行历史杜邦分析看，2014 年来净利息收入对于 ROA 的贡献是逐年趋弱的，同时 2018 年新准则下拨备对于 ROA 的消耗也有小幅增强，但 ROA 整体相对稳定则主要来自贡献小幅增强的非息收入和成本、税收节约。2) **同业横向比较**：考虑到所有银行 1H19 均切换至新准则，我们对可比银行 1H19 的 ROA 杜邦分析进行横向对比，从 1H19 的数据看，渝农商行净利息收入贡献在可比银行中是偏高的，仅低于苏农银行，同时中收的贡献在可比银行中也是较为突出的，远高于农商行平均，仅次于长沙银行。从费用和拨备对于利润的消耗看，渝农商行整体处于可比银行的平均水平，所以公司 ROA 是要高于可比银行平均的。同时从杠杆率水平看，公司的杠杆率要高于城商行平均水平，ROE 也会较可比城商行偏高。

图表：渝农商行盈利能力杜邦分析（未剔除新准则影响）

	2014	2015	2016	2017	2018	1H19
净利息收入/平均资产	3.27%	3.02%	2.55%	2.52%	2.16%	2.38%
利息收入/平均资产	5.91%	5.27%	4.33%	4.60%	4.28%	4.60%
利息支出/平均资产	2.63%	2.25%	1.77%	2.08%	2.12%	2.22%
净非息收入/平均资产	0.24%	0.24%	0.30%	0.29%	0.66%	0.38%
净手续费及佣金收入/平均资产	0.19%	0.22%	0.28%	0.27%	0.22%	0.28%
其他非息收入/平均资产	0.05%	0.02%	0.02%	0.02%	0.44%	0.10%
营业收入/平均资产	3.52%	3.26%	2.86%	2.81%	2.81%	2.76%
营业支出/平均资产	1.50%	1.36%	1.11%	0.98%	0.88%	0.62%
税金及附加/平均资产	0.24%	0.22%	0.09%	0.02%	0.03%	0.02%
业务管理费/平均资产	1.26%	1.14%	1.03%	0.95%	0.85%	0.60%
营业外收入/平均资产	0.02%	0.02%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
拨备前利润/平均资产	2.04%	1.92%	1.75%	1.83%	1.94%	2.14%
资产减值损失/平均资产	0.41%	0.48%	0.35%	0.43%	0.67%	0.68%
税前利润/平均资产	1.63%	1.44%	1.40%	1.40%	1.27%	1.46%
所得税/平均资产	0.41%	0.35%	0.35%	0.35%	0.28%	0.24%
税后利润/平均资产	1.22%	1.08%	1.05%	1.05%	0.99%	1.22%
权益乘数	14.58	14.97	14.93	13.97	13.18	13.43
ROAE	17.37%	16.05%	15.75%	10.04%	13.49%	15.78%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：可比银行盈利能力杜邦分析（2018年）

	渝农	成都	西安	贵阳	长沙	苏农	常熟	无锡	江阴	张家港	紫金	青农
净利息收入/平均资产	1.19%	0.97%	1.12%	1.06%	1.05%	1.22%	1.58%	0.95%	1.02%	1.40%	1.04%	1.09%
利息收入/平均资产	2.30%	1.93%	2.23%	2.29%	2.17%	2.06%	2.65%	2.16%	2.02%	2.44%	2.10%	2.10%
利息支出/平均资产	1.11%	0.96%	1.12%	1.23%	1.12%	0.85%	1.07%	1.21%	1.00%	1.04%	1.06%	1.01%
净非息收入/平均资产	0.19%	0.24%	0.24%	0.23%	0.43%	0.25%	0.24%	0.15%	0.35%	0.13%	0.17%	0.31%
净手续费及佣金收入/平均资产	0.14%	0.04%	0.12%	0.10%	0.16%	0.04%	0.11%	0.04%	0.02%	0.00%	0.05%	0.04%
其他非息收入/平均资产	0.05%	0.20%	0.12%	0.13%	0.27%	0.21%	0.13%	0.12%	0.33%	0.13%	0.12%	0.27%
营业收入/平均资产	1.38%	1.21%	1.35%	1.29%	1.48%	1.47%	1.82%	1.10%	1.37%	1.53%	1.21%	1.40%
营业支出/平均资产	0.31%	0.30%	0.34%	0.35%	0.45%	0.52%	0.69%	0.32%	0.41%	0.49%	0.33%	0.38%
税金及附加/平均资产	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
业务管理费/平均资产	0.30%	0.29%	0.33%	0.34%	0.44%	0.50%	0.68%	0.31%	0.40%	0.48%	0.31%	0.37%
营业外收入/平均资产	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.01%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
拨备前利润/平均资产	1.07%	0.91%	1.01%	0.93%	1.02%	0.95%	1.13%	0.78%	0.95%	1.04%	0.89%	1.02%
资产减值损失/平均资产	0.34%	0.37%	0.36%	0.40%	0.42%	0.40%	0.50%	0.27%	0.63%	0.61%	0.46%	0.50%
税前利润/平均资产	0.73%	0.55%	0.65%	0.54%	0.60%	0.55%	0.63%	0.51%	0.32%	0.43%	0.43%	0.53%
所得税/平均资产	0.12%	0.05%	0.11%	0.02%	0.11%	0.06%	0.09%	0.08%	0.00%	0.02%	0.07%	0.06%
ROAA	0.61%	0.50%	0.53%	0.52%	0.49%	0.49%	0.53%	0.43%	0.32%	0.41%	0.36%	0.46%
权益乘数	13.43	16.43	11.36	14.77	17.4	10.88	10.71	14.55	11.2	12.02	15.78	13.47
ROAE	15.78%	15.73%	12.49%	15.01%	16.54%	10.76%	12.05%	11.77%	7.05%	9.42%	11.32%	12.29%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

2.2 净利息收入：19年拐点向上，规模回升带动

- 净利息收入 1H19 在低基数基础上实现较大回升，主要是规模因素影响。**
 - 历史纵向比较：**净利息收入 2016、2018 实现同比负增，1H19 同比增速则在低基数基础上同比增 28%。从规模和息差拆分开，净利息收入的波动主要是受到生息资产规模的影响，从价格趋势看息差是持续放缓的。
 - 同业横向比较：**息差下行幅度略快于同业，从 2015 年高于同业平均 3.2% 的水平下降至 1H19 的 2.35%，高于西部银行平均水平，但低于上市农商行平均水平。从生息资产规模看，渝农商行的生息资产增速水平低于同业。

图表：可比银行净利息收入同比拆分

	净利息收入同比增速					生息资产同比增速					日均息差				
	2015	2016	2017	2018	1H19	2015	2016	2017	2018	1H19	2015	2016	2017	2018	1H19
渝农商行	9.9%	-3.8%	10.8%	-6.9%	28.3%	16.1%	12.3%	12.9%	5.9%	13.2%	3.20%	2.74%	2.62%	2.45%	2.35%
成都银行	-4.8%	-5.8%	-0.6%	29.6%	11.7%	7.5%	11.9%	20.2%	13.6%	13.3%	2.80%	2.45%	2.16%	2.21%	2.15%
西安银行	8.5%	-9.5%	12.1%	22.8%	23.6%	39.2%	3.7%	7.4%	4.1%	8.3%	2.89%	1.94%	2.01%	2.23%	2.30%
贵阳银行	30.8%	23.1%	29.3%	1.9%	4.3%	53.1%	53.4%	23.6%	7.7%	15.5%	3.62%	2.88%	2.67%	2.33%	2.27%
长沙银行	23.8%	22.9%	24.1%	3.9%	6.5%	34.7%	33.8%	23.2%	12.2%	19.6%	3.03%	2.64%	2.67%	2.45%	2.38%
苏农银行	-3.0%	-4.2%	17.8%	6.3%	13.2%	15.8%	14.0%	16.7%	23.3%	17.3%	3.46%	2.97%	3.05%	2.92%	2.86%
常熟银行	12.5%	26.6%	7.8%	18.0%	14.8%	6.9%	19.8%	12.9%	14.8%	8.4%	3.04%	3.22%	2.91%	3.00%	3.03%
无锡银行	2.1%	6.9%	16.1%	11.3%	-2.7%	10.5%	8.2%	10.1%	12.6%	15.9%	2.11%	1.96%	2.15%	2.16%	2.01%
江阴银行	5.1%	-4.5%	-7.2%	11.6%	19.1%	7.9%	15.2%	5.1%	5.3%	13.8%	2.77%	2.34%	2.33%	2.67%	2.36%
张家港行	-4.6%	-1.1%	7.3%	28.1%	29.8%	14.0%	10.2%	14.4%	10.2%	21.3%	2.80%	2.24%	2.33%	2.56%	2.85%
紫金银行	15.3%	14.4%	7.7%	12.8%	14.4%	44.5%	31.7%	27.8%	13.2%	8.7%	3.13%	2.53%	2.11%	2.08%	2.18%
青农商行	1.7%	-0.7%	6.4%	12.8%	5.5%	13.5%	26.4%	21.1%	17.3%	-	3.69%	2.99%	2.60%	2.49%	2.59%
西部银行平均	14.6%	7.7%	16.2%	14.5%	11.5%	33.6%	25.7%	18.6%	9.4%	14.2%	3.09%	2.48%	2.38%	2.31%	2.28%
农商行平均	4.2%	5.4%	8.0%	14.4%	13.5%	16.2%	17.9%	15.4%	13.8%	14.2%	3.00%	2.61%	2.50%	2.55%	2.55%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 通过对息差进行拆分，渝农商行资产端收益率在可比银行中具有一定优势。1) 资产端收益率：渝农商行近年来积极调整资产结构，加大高收益信贷占比，使得生息资产收益率自 2016 年来逐步回升至 2018 年最高 4.7%，但 19 年来贷款利率有一定下行，拖累生息资产收益率下行至 4.49%。2) 负债端付息率：在 2018 市场竞争加剧、上市银行平均负债成本有所上行的情况下，渝农商行负债成本上行幅度较西部同业较小，1H19 计息负债付息率为 2.31%，较 2018 年小幅上行 1bp。

图表：可比银行收益/付息率拆分

	生息资产收益率					计息负债付息率				
	2015	2016	2017	2018	1H19	2015	2016	2017	2018	1H19
渝农商行	5.56%	4.52%	4.60%	4.70%	4.49%	2.57%	1.95%	2.16%	2.30%	2.31%
成都银行	7.13%	6.13%	4.15%	4.27%	4.28%	2.36%	1.77%	1.94%	2.06%	2.03%
西安银行	5.03%	4.00%	4.08%	4.49%	4.59%	2.39%	2.26%	2.29%	2.49%	2.46%
贵阳银行	5.46%	4.11%	4.77%	4.90%	4.91%	2.01%	1.74%	2.10%	2.66%	2.68%
长沙银行	5.33%	4.60%	4.65%	4.74%	4.83%	2.44%	2.06%	2.09%	2.40%	2.42%
苏农银行	5.39%	4.52%	4.58%	4.97%	4.85%	2.14%	1.84%	1.77%	2.21%	2.09%
常熟银行	5.59%	0.00%	5.24%	5.36%	5.31%	2.76%	0.00%	2.48%	2.47%	2.43%
无锡银行	4.95%	4.41%	4.44%	4.44%	4.36%	3.07%	2.58%	2.46%	2.47%	2.55%
江阴银行	5.01%	0.00%	4.55%	4.74%	4.36%	2.51%	0.00%	2.34%	2.32%	2.26%
张家港行	5.02%	4.28%	4.31%	4.62%	4.82%	2.65%	2.18%	2.28%	2.18%	2.27%
紫金银行	5.33%	4.41%	4.46%	3.38%	3.05%	2.38%	2.02%	2.51%	0.00%	1.27%
青农商行	5.84%	4.85%	4.54%	4.60%	4.98%	2.41%	2.07%	2.14%	2.31%	2.24%
西部银行平均	5.74%	4.71%	4.41%	4.60%	4.65%	2.30%	1.96%	2.11%	2.40%	2.40%
农商行平均	5.30%	3.21%	4.59%	4.59%	4.53%	2.56%	1.53%	2.28%	1.99%	2.16%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

2.3 中收占比营收上升，成本管控能力提升

- 净非息收入：**2018 年在新准则的影响下同比增长较多，1H19 净手续费收入实现较好增长。1、净非息收入同比增速自 2016 年来逐步放缓，2018 年受新准则的影响同比增长较多，但 1H19 受净其他非息收入拖累仍是同比负增。1H19 净非息收入占比营收 13.5%。2、**手续费收入：**前期在严监管和市场下行的背景下中收同比增速自 2016 年来持续放缓，2018 年实现同比负增。但 1H19 市场总体恢复良好，行业整体中收同比增速有回暖，公司中收同比增速也恢复至 19.3%。3、**从手续费结构上看：**渝农商行净手续费收入主要来自资金理财收入、代理服务，1H19 贡献了中收的 57.7%、19.4%，同比增 24.5%、18.9%，银行卡手续费收入则是同比压降的。

图表：可比银行净非息收入同比

	净非利息收入同比增速					净手续费收入同比增速				
	2015	2016	2017	2018	1H19	2015	2016	2017	2018	1H19
渝农商行	-61.30%	60.18%	5.52%	2013.61%	-85.71%	39.63%	41.83%	8.31%	-9.93%	19.30%
成都银行	20.11%	3.51%	177.04%	-10.62%	9.79%	34.17%	44.72%	-15.67%	-21.63%	55.12%
西安银行	-300.00%	57.41%	-94.12%	1520.00%	702.63%	58.40%	28.96%	6.00%	2.89%	-22.04%
贵阳银行	-2.97%	71.43%	-41.07%	81.82%	500.88%	130.82%	110.68%	-0.49%	-13.66%	-13.21%
长沙银行	71.48%	-51.16%	-136.64%	-1054.12%	399.32%	115.79%	47.39%	28.96%	44.73%	24.47%
苏农银行	6.85%	28.21%	31.00%	200.76%	20.39%	8.16%	16.98%	9.68%	5.88%	41.18%
常熟银行	37.37%	-37.55%	52.76%	42.97%	43.04%	37.84%	484.31%	42.28%	-13.68%	-17.47%
无锡银行	42.00%	-63.38%	-100.00%	-	165.15%	48.15%	12.50%	-8.89%	-47.56%	13.73%
江阴银行	78.95%	125.00%	128.10%	120.63%	14.87%	-3.57%	-7.41%	6.00%	22.64%	16.67%
张家港行	44.44%	3.53%	-44.58%	36.87%	29.82%	85.71%	37.36%	-8.80%	-71.05%	-91.84%
紫金银行	87.10%	-14.66%	8.08%	97.20%	158.89%	56.00%	106.84%	-26.86%	44.07%	45.95%
青农商行	51.55%	41.50%	-38.46%	512.50%	860.47%	7.89%	45.53%	-8.38%	-9.15%	46.59%
西部银行平均	-52.85%	20.30%	-23.70%	134.27%	403.16%	84.80%	57.94%	4.70%	3.08%	11.09%
农商行平均	49.75%	11.81%	5.27%	168.49%	184.66%	34.31%	99.44%	0.72%	-9.84%	7.83%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：可比银行收入结构

	净非息收入占比营收					净手续费收入占比营收				
	2015	2016	2017	2018	1H19	2015	2016	2017	2018	1H19
渝农商行	7.38%	10.60%	10.36%	23.37%	13.46%	6.86%	9.76%	9.57%	7.91%	10.01%
成都银行	10.65%	12.93%	22.70%	16.52%	20.13%	3.61%	5.41%	4.07%	2.66%	3.23%
西安银行	12.96%	17.78%	15.54%	14.46%	17.56%	11.81%	15.89%	15.44%	13.10%	8.56%
贵阳银行	11.31%	17.29%	12.92%	12.50%	17.60%	8.76%	13.98%	11.33%	9.65%	7.48%
长沙银行	12.58%	10.74%	8.30%	17.15%	28.84%	6.89%	8.43%	9.00%	11.33%	10.85%
苏农银行	5.53%	7.03%	7.31%	14.80%	16.96%	2.24%	2.69%	2.50%	2.29%	2.75%
常熟银行	8.96%	10.30%	13.47%	12.40%	13.30%	1.46%	6.66%	8.49%	6.29%	6.06%
无锡银行	9.65%	8.18%	5.75%	6.30%	14.08%	6.68%	7.15%	5.75%	2.70%	3.50%
江阴银行	4.90%	8.24%	16.07%	26.27%	25.70%	2.17%	2.03%	2.12%	2.05%	1.71%
张家港行	16.77%	18.46%	12.12%	9.27%	8.44%	3.79%	5.15%	4.72%	1.10%	0.22%
紫金银行	7.92%	9.91%	7.84%	11.02%	14.19%	3.98%	7.03%	4.89%	6.03%	4.49%
青农商行	4.70%	6.64%	4.80%	12.50%	22.23%	2.14%	3.07%	2.70%	2.00%	3.00%
西部银行平均	11.88%	14.69%	14.87%	15.16%	21.03%	7.77%	10.93%	9.96%	9.19%	7.53%
农商行平均	8.35%	9.82%	9.62%	13.22%	16.41%	3.21%	4.83%	4.45%	3.21%	3.10%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

- **成本管控良好，成本收入比为可比农商行中最低水平。**渝农商行历史成本收入比处于同业偏高水平，近年来增强成本管控，成本收入比自2016年来实现较快下降，1H19成本收入比为21.7%，为西部银行、可比农商行的最低水平。

图表：可比银行成本收入比

	2015	2016	2017	2018	1H19
渝农商行	34.87%	35.89%	33.94%	30.33%	21.72%
成都银行	27.90%	30.74%	28.26%	25.77%	23.68%
西安银行	28.13%	30.33%	29.98%	27.88%	24.35%
贵阳银行	26.46%	25.61%	28.11%	26.73%	26.38%
长沙银行	31.21%	32.07%	33.68%	34.13%	30.08%
苏农银行	31.62%	34.04%	32.56%	34.20%	34.44%
常熟银行	34.72%	37.42%	37.14%	36.50%	37.30%
无锡银行	32.29%	32.47%	29.96%	29.15%	28.10%
江阴银行	31.73%	36.02%	38.37%	32.13%	29.17%
张家港行	35.25%	37.25%	36.20%	35.36%	31.47%
紫金银行	34.09%	31.37%	35.01%	33.43%	25.72%
青农商行	31.22%	33.67%	35.68%	32.23%	26.12%
西部银行平均	28.43%	29.69%	30.01%	28.63%	26.12%
农商行平均	32.99%	34.61%	34.99%	33.29%	30.33%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

三、资产负债结构分析

3.1 资产端：结构持续优化，零售化趋势加深

- 生息资产增速 2018 年有较大程度放缓，主要是债券投资规模有较大压降，贷款同比增速则是持续走阔的。**1) 从历史整体增速看，渝农商行生息资产同比增速除 2018 年有较大程度放缓，其余年份增速总体来说是平稳的，但历史增速水平是低于西部银行平均和农商行平均的。2) **18 年债券投资有压降、同业投资结束 15 年来的持续压降同比正增，贷款同比增速则是持续走阔的。**从细分增速看，生息资产由债券投资的支撑转为贷款增速支撑。1H19 贷款同比增长 14.6%，高于生息资产总体增长水平。债券投资则是 2018 年由于严监管的影响同比压降，1H19 则是在低基数基础上同比增 26.4%。同业资产自 2015 年持续压降，2018 年则是有恢复性小幅正增。3) **贷款增速近两年明显由零售拉动。**从贷款细分情况看，对公贷款同比增速自 2015 年来持续放缓，而个贷则从 2017 年开始明显发力，2018 年同比增长 17.4%、1H19 则同比增 15.5%。

图表：可比银行生息资产同比增速

	2015	2016	2017	2018	1H19
渝农商行	16.11%	12.25%	12.91%	5.88%	13.19%
成都银行	7.50%	11.89%	20.22%	13.58%	13.30%
西安银行	39.15%	3.72%	7.41%	4.11%	8.29%
贵阳银行	53.14%	53.41%	23.62%	7.65%	15.54%
长沙银行	6.91%	19.77%	12.88%	14.79%	8.43%
苏农银行	15.77%	13.95%	16.72%	23.26%	17.33%
常熟银行	6.91%	19.77%	12.88%	14.79%	8.43%
无锡银行	10.49%	8.15%	10.09%	12.58%	15.88%
江阴银行	7.94%	15.24%	5.08%	5.29%	13.79%
张家港行	13.98%	10.21%	14.38%	10.21%	21.30%
紫金银行	44.51%	31.74%	27.76%	13.17%	8.70%
青农商行	13.47%	26.38%	21.08%	17.30%	#DIV/0!
西部银行平均	26.68%	22.20%	16.03%	10.03%	11.39%
农商行平均	16.15%	17.92%	15.43%	13.80%	#DIV/0!

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：渝农商行生息资产同比增速

	2015	2016	2017	2018	1H19
生息资产	16.11%	12.25%	12.91%	5.88%	13.19%
贷款	10.90%	11.85%	12.62%	12.65%	14.60%
其中企业贷款	18.78%	17.39%	11.15%	10.27%	14.12%
其中个人贷款	(0.88%)	1.95%	15.65%	17.35%	15.54%
债券投资	58.38%	23.56%	20.42%	(1.61%)	26.35%
央行	(1.23%)	9.83%	13.99%	(11.80%)	(9.40%)
同业	(3.50%)	(1.61%)	(0.26%)	17.47%	2.43%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

- 生息资产结构：贷款和债券投资占比高，贷款占比稳步提升，同业资产平稳下降。**
 - 贷款：**占比生息资产比例稳步提升，由2015年37.8%增加至1H19的40.6%，但从零售贷款占比总贷款的比例看则是维持相对稳定小幅攀升的，1H19零售贷款占比总贷款为34.4%。
 - 债券投资：**从新准则前的口径看，2015年主要投向应收款项类资产，但16年来该类资产有小幅压降，16年后债券投资的占比提升主要是可供出售金融资产带来的。
 - 同业资产和存放央行：**同业占比总体保持小幅平稳下降，存放央行占比则是2018年来呈现一定压降。

图表：渝农商行生息资产结构

	2015	2016	2017	2018	1H19
生息资产/总资产	99.13%	99.31%	99.41%	100.24%	100.30%
贷款比例	37.82%	37.69%	37.59%	40.00%	40.59%
对公贷款/贷款	61.55%	63.22%	63.47%	59.74%	61.08%
个人贷款/贷款	35.85%	32.68%	33.56%	34.96%	34.42%
票据/贷款	2.60%	4.10%	2.97%	5.30%	4.49%
债券投资比例	30.05%	33.07%	35.27%	32.78%	33.38%
交易类	1.95%	1.71%	0.16%	-	-
可供出售金融资产	5.86%	34.19%	52.22%	-	-
持有到期	29.83%	25.73%	22.82%	-	-
应收款项类投资	62.36%	38.36%	24.80%	-	-
央行比例	10.54%	10.32%	10.42%	8.68%	8.61%
同业比例	21.59%	18.92%	16.72%	18.55%	17.42%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

- 进一步细分贷款内部结构：**
 - 渝农商行对公贷款**主要集中于制造业、租赁商贸业和水利公共设施业，近年来制造业贷款比例有所下降，预计与重庆地区产业结构变化和供给侧改革有关。同时，渝农商行加大水利、环境和公共设施管理业等不良率相对较低领域及租赁和商务服务业等高新技术的贷款投放。
 - 个人贷款**主要以按揭和消费经营性贷款为主，信用卡贷款占比较低且逐年下降。

图表：渝农商行对公贷款（含票据）结构

	2015	2016	2017	2018	1H19
农、林、牧、渔业	1.91%	1.38%	1.23%	1.10%	0.78%
制造业	18.72%	18.92%	19.52%	17.31%	15.90%
建筑业	2.99%	2.22%	2.39%	2.21%	1.92%
采掘业	1.60%	1.07%	0.00%	0.00%	0.00%
房地产业	6.59%	4.71%	3.17%	2.17%	2.16%
交通运输、仓储和邮政业	2.67%	2.60%	3.09%	3.24%	3.37%
电力、燃气及水的生产和供应企业	3.65%	3.92%	4.19%	3.90%	3.79%
金融业	2.07%	3.21%	1.71%	2.31%	1.69%
批发和零售业	6.03%	7.33%	7.55%	7.60%	7.22%
租赁和商务服务业	3.51%	4.57%	5.33%	9.89%	11.41%
水利、环境和公共设施管理业	11.05%	13.69%	13.82%	11.15%	13.34%
卫生、社会保障和社会服务业	0.00%	0.00%	1.20%	1.29%	1.27%
文化教育、体育和娱乐业	1.10%	1.13%	0.97%	0.84%	0.78%
对公贷款	64.15%	67.32%	66.44%	65.04%	65.58%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

图表：渝农商行个人贷款结构

	2015	2016	2017	2018	1H19
个人按揭贷款	16.42%	14.52%	14.83%	15.84%	15.80%
信用卡	2.37%	1.69%	1.24%	1.04%	0.97%
消费及经营性贷款	12.59%	11.67%	11.27%	11.28%	11.13%
其他	4.47%	4.81%	6.22%	6.80%	6.52%
个人贷款	35.85%	32.68%	33.56%	34.96%	34.42%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

3.2 负债端：核心负债占比提升，但活期化程度有小幅下降

- 计息负债同比增速也是 18 年呈现低点，1H19 实现恢复性增长，主要受存款增速放缓和同业负债压降的拖累。**1) 渝农商行近年计息负债增速放缓，2018 年同比增速回落较快，为 5%，低于可比银行平均水平，仅高于西安银行和江阴银行。其中发行债券规模一直保持较高的增速，同业负债则是 2017 年开始逐年压降，2018 年压降幅度较大。2、存款增速 18 年来有较大幅度放缓，1H19 增速则是小幅回升。

图表：可比银行计息负债同比增速

	2015	2016	2017	2018	1H19
渝农商行	16.27%	12.22%	11.94%	4.99%	13.12%
成都银行	6.45%	13.03%	21.13%	12.46%	12.57%
西安银行	40.73%	3.16%	7.01%	3.08%	5.92%
贵阳银行	53.83%	56.71%	25.28%	6.57%	12.29%
长沙银行	6.06%	19.55%	12.51%	13.54%	5.20%
苏农银行	16.50%	13.50%	18.30%	23.61%	16.26%
常熟银行	6.06%	19.55%	12.51%	13.54%	5.20%
无锡银行	10.91%	7.20%	10.72%	12.12%	16.73%
江阴银行	6.56%	15.60%	4.77%	4.54%	13.33%
张家港行	14.86%	9.35%	15.40%	8.94%	23.74%
紫金银行	46.22%	30.89%	29.51%	12.43%	7.06%
青农商行	13.78%	27.39%	21.72%	18.18%	
西部银行平均	26.77%	23.11%	16.48%	8.91%	9.00%
农商行平均	16.41%	17.64%	16.13%	13.34%	13.72%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

图表：渝农商行计息负债同比增速

	2015	2016	2017	2018	1H19
计息负债	16.27%	12.22%	11.94%	4.99%	13.12%
存款	14.77%	10.20%	10.42%	7.69%	8.37%
发行债券	596.94%	67.84%	77.65%	53.62%	55.36%
同业	0.94%	5.64%	(7.30%)	(39.77%)	(2.71%)

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

- 计息负债结构：核心负债占比提升，主动负债向发行债券倾斜，对同业负债依存度较低。**1、存款为计息负债的主要组成部分，1H19存款占计息负债比例为73.3%，占比较2018年有小幅提升2个百分点。同业负债比例呈下降趋势，1H19同业负债占比为9.3%。**2、存款活期化程度有一定下降。**从存款内部结构看，存款活期化程度有小幅下降，1H19活期存款占比为36.1%。从存款性质看，公司存款以居民存款为主，且占比存款比例是持续提升的，1H19居民存款占比为74.3%。

图表：渝农商行计息负债结构

	2015	2016	2017	2018	1H19
存款比例	71.73%	70.44%	69.49%	71.27%	73.27%
活期/存款总额	39.34%	41.90%	40.01%	37.95%	36.10%
居民存款/存款比例	73.51%	73.52%	72.50%	73.79%	74.33%
同业比例	22.95%	21.61%	17.89%	10.27%	9.33%
发行债券比例	5.32%	7.95%	12.62%	18.46%	17.40%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

四、资产质量：总体处于可比同业中等偏上

- 2018 年在不良认定趋严下不良率有一次性攀升，但总体不良水平仍处于西南银行偏低水平，不良净生成比例也有上升。在 2018 年公司加大不良认定的情况下，渝农商行的不良率 2018 年有了一次性攀升，由 2017 年 0.98% 的水平上升 31bp 至 1.29%，1H19 则是环比下行 4bp 至 1.25%。从绝对值水平看，渝农商行不良率在可比银行中排列第 4，在西南银行中仅次于西安银行，但在可比农商行中优于江阴银行和张家港行。同时在公司加大核销转出的背景下，不良净生成比例 2018 年也有攀升，至 2.43%，在可比银行中最高，19 年上半年则有明显压降，回落至 1.29%。

图表：可比银行不良率与不良净生成率

	不良率						不良净生成率					
	2014	2015	2016	2017	2018	1H19	2014	2015	2016	2017	2018	1H19
成都	1.19%	2.35%	2.21%	1.70%	1.54%	1.46%	0.79%	2.11%	1.90%	0.91%	1.30%	0.93%
西安	0.79%	1.18%	1.27%	1.24%	1.20%	1.19%	0.27%	0.68%	0.36%	0.65%	0.53%	0.31%
贵阳	0.81%	1.48%	1.42%	1.34%	1.35%	1.50%	0.56%	1.46%	2.90%	1.38%	1.82%	1.59%
长沙	1.28%	1.22%	1.19%	1.24%	1.29%	1.29%	1.02%	0.94%	0.95%	1.07%	0.99%	0.99%
江阴	1.91%	2.17%	2.41%	2.39%	2.15%	1.91%	1.35%	1.26%	1.31%	0.61%	1.72%	1.56%
无锡	1.15%	1.17%	1.39%	1.38%	1.24%	1.11%	-	0.57%	0.89%	0.69%	0.60%	0.07%
常熟	0.93%	1.43%	1.40%	1.14%	0.99%	0.96%	1.49%	2.13%	1.81%	1.01%	0.73%	0.99%
吴江	1.69%	1.87%	1.78%	1.64%	1.31%	1.25%	1.63%	2.11%	1.52%	1.77%	1.62%	1.36%
张家港	1.51%	1.96%	1.97%	1.78%	1.47%	1.43%	2.36%	2.20%	1.37%	1.37%	1.08%	1.78%
渝农商	0.78%	0.98%	0.96%	0.98%	1.29%	1.25%	0.29%	0.53%	0.58%	0.67%	2.43%	1.29%
农商行	1.42%	1.68%	1.75%	1.62%	1.39%	1.29%	1.66%	1.60%	1.38%	1.05%	1.09%	1.12%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 从未来不良压力看，公司关注类贷款占比 2016-2018 年来呈现下行趋势，但 1H19 有小幅攀升，关注类贷款占比为 2.41%。从横向比较看，1H19 公司关注类占比在可比银行中位列第 5，较西南城商行有一定优势，但较农商行平均水平偏高，为 5 年以来首次高于农商行平均水平。

图表：可比银行关注类占比及不良认定

	关注类占比						逾期 90 天以上占比不良					
	2014	2015	2016	2017	2018	1H19	2014	2015	2016	2017	2018	1H19
成都	2.78%	3.65%	3.16%	2.74%	1.88%	1.41%	134.01%	188.82%	144.32%	130.71%	97.97%	74.76%
西安	3.07%	2.75%	2.39%	2.17%	2.27%	2.45%	121.13%	142.76%	120.65%	101.73%	92.35%	98.37%
贵阳	1.91%	4.63%	3.95%	3.19%	2.59%	3.08%	53.06%	133.95%	118.80%	99.35%	80.92%	71.40%
长沙	0.90%	1.73%	1.17%	0.81%	2.90%	2.99%	100.00%	116.54%	107.51%	84.33%	93.27%	94.04%
江阴	3.11%	2.75%	2.77%	1.72%	1.67%	1.26%	58.96%	92.14%	103.87%	91.47%	88.04%	89.94%
无锡	1.69%	1.39%	1.61%	1.49%	0.68%	0.52%	109.29%	95.70%	97.86%	97.04%	82.39%	75.16%
常熟	4.24%	4.04%	3.42%	2.66%	2.08%	1.72%	46.46%	100.73%	91.31%	73.73%	66.78%	58.51%
吴江	21.77%	21.43%	15.89%	6.21%	4.67%	4.41%	91.91%	121.31%	77.04%	79.53%	69.91%	64.39%
张家港	6.51%	8.68%	6.95%	6.42%	5.24%	3.79%	70.02%	128.48%	94.14%	62.27%	43.62%	27.01%
渝农商	2.35%	2.26%	2.70%	2.50%	1.93%	2.41%	70.66%	98.90%	95.04%	104.79%	70.89%	78.82%
农商行	6.79%	6.85%	5.58%	3.43%	2.68%	2.18%	75.06%	106.79%	93.92%	81.97%	71.99%	64.74%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

- 风险抵补能力在可比银行中处于较优水平。渝农商行拨备覆盖率、拨贷比水平在可比银行中均处于较优水平，1H19 拨备覆盖率为 368%，仅次于常熟银行；拨贷比 4.58%，仅次于江阴银行。

图表：可比银行拨备覆盖率

	拨备覆盖率						拨贷比					
	2014	2015	2016	2017	2018	1H19	2014	2015	2016	2017	2018	1H19
成都	252.19%	160.00%	155.31%	201.35%	236.97%	237.96%	3.00%	3.76%	3.43%	3.41%	3.64%	3.48%
西安	318.66%	223.15%	202.74%	203.17%	216.55%	249.01%	2.50%	2.64%	2.58%	2.51%	2.60%	2.97%
贵阳	400.18%	239.87%	235.19%	269.68%	266.05%	261.05%	3.26%	3.56%	3.33%	3.61%	3.60%	3.92%
长沙	210.93%	233.95%	263.10%	260.12%	275.38%	285.51%	2.70%	2.85%	3.13%	3.21%	3.56%	3.69%
江阴	171.81%	169.78%	170.14%	192.15%	233.80%	264.86%	3.29%	3.68%	4.10%	4.60%	5.03%	5.07%
无锡	229.26%	227.65%	200.83%	193.63%	234.58%	286.43%	2.64%	2.67%	2.80%	2.67%	2.92%	3.18%
常熟	326.33%	219.27%	235.09%	326.04%	444.70%	453.58%	3.03%	3.14%	3.30%	3.72%	4.38%	4.35%
吴江	211.51%	188.63%	187.41%	201.36%	248.02%	266.79%	3.57%	3.52%	3.34%	3.31%	3.26%	3.36%
张家港	211.27%	171.78%	180.25%	185.67%	223.73%	232.84%	3.18%	3.38%	3.54%	3.30%	3.29%	3.34%
渝农商	459.83%	419.92%	428.30%	431.16%	347.27%	367.87%	3.58%	4.11%	4.10%	4.21%	4.49%	4.58%
农商行	219.47%	192.79%	193.26%	217.47%	274.00%	301.01%	3.12%	3.25%	3.39%	3.51%	3.81%	3.88%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

- 核心一级资本充足率在城商行中不高，有待上市补充。公司 1H19 核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 10.99%、11%、13.49%，在可比同业中位列第 5，绝对值水平来看不算高，从趋势来看，公司近三年来资本充足率保持稳步上升，具有一定内生增长动力，上市后资本水平有望进一步提高。

图表：可比银行资本充足情况

	核心一级			一级资本充足率			资本充足率		
	2017	2018	1H19	2017	2018	1H19	2017	2018	1H19
成都	10.47%	11.14%	10.26%	10.48%	11.15%	10.27%	13.66%	14.08%	13.01%
西安	11.59%	11.87%	12.89%	11.59%	11.87%	12.89%	13.83%	14.17%	15.19%
贵阳	9.51%	9.61%	8.84%	9.54%	11.22%	10.26%	11.56%	12.97%	13.15%
长沙	8.70%	9.53%	9.05%	8.72%	9.55%	9.07%	11.74%	12.24%	11.64%
江阴	12.94%	14.02%	14.15%	12.95%	14.04%	14.17%	14.14%	15.21%	15.35%
无锡	9.93%	10.44%	9.72%	9.93%	10.44%	9.72%	14.12%	16.81%	15.74%
常熟	9.88%	10.49%	12.19%	9.92%	10.53%	12.23%	12.97%	15.12%	14.95%
吴江	12.27%	10.99%	12.43%	12.27%	10.99%	12.43%	13.42%	14.89%	14.98%
张家港	11.82%	11.94%	10.90%	11.82%	11.94%	10.90%	12.93%	15.65%	14.40%
渝农商	10.39%	10.95%	10.99%	10.40%	10.96%	11.00%	13.03%	13.52%	13.49%
农商行	11.14%	11.39%	11.75%	11.15%	11.52%	11.76%	13.51%	15.56%	15.11%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

- **风险提示：** 区域经济恶化的风险。银行资本金不足的风险。政策变动的风险。申购新股具有锁定期，锁定期内公司经营指标或出现风险。

图表：渝农商行盈利预测表

每股指标	2017A	2018A	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E
PE	8.25	8.14	8.07	7.40	净利息收入	20,166	19,405	21,501	20,013
PB	1.17	1.04	0.94	0.85	手续费净收入	1,494	2,119	2,295	2,067
EPS	0.89	0.91	0.91	1.00	营业收入	21,773	21,705	23,987	26,117
BVPS	6.32	7.07	7.88	8.69	业务及管理费	(7,592)	(7,789)	(8,141)	(7,921)
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.22	拨备前利润	12,821	13,321	15,669	17,967
盈利能力	2017A	2018A	2019E	2020E	拨备	(3,236)	(2,677)	(3,710)	(6,196)
净息差	2.57%	2.53%	2.16%	2.25%	税前利润	9,585	10,644	11,959	11,771
贷款收益率	5.44%	5.25%	5.37%	5.35%	税后利润	7,225	8,000	9,008	9,163
生息资产收益率	4.36%	4.63%	4.29%	4.31%	归属母公司净利润	7,222	7,945	8,936	9,057
存款付息率	1.65%	1.62%	1.72%	1.73%	资产负债表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E
计息负债成本率	1.94%	2.28%	2.34%	2.28%	贷款总额	268,586	300,421	338,347	381,136
ROAA	1.05%	0.98%	1.03%	1.01%	债券投资	213,384	263,656	317,487	312,373
ROAE	15.49%	13.52%	12.95%	12.03%	同业资产	153,315	150,854	150,465	176,753
成本收入比	35.89%	33.94%	30.33%	30.00%	生息资产	710,156	797,163	900,038	952,944
业绩与规模增长	2017A	2018A	2019E	2020E	资产总额	716,365	802,718	905,338	950,618
净利息收入	10.80%	-6.92%	12.73%	8.73%	存款	470,228	518,187	572,184	616,166
营业收入	10.51%	8.88%	11.78%	9.69%	同业负债	150,476	158,958	147,351	88,751
拨备前利润	17.63%	14.67%	12.23%	9.66%	发行债券	34,847	58,487	103,901	159,610
归属母公司净利润	12.47%	1.35%	14.57%	9.06%	计息负债	655,551	735,632	823,436	864,527
净手续费收入	8.31%	-9.93%	10.00%	9.00%	负债总额	668,517	748,968	840,532	878,469
贷款余额	11.85%	12.62%	12.65%	15.00%	股本	9,300	9,300	10,000	10,000
生息资产	12.25%	12.91%	5.88%	10.59%	归属母公司股东权益	46,323	52,153	63,248	70,748
存款余额	10.20%	10.42%	7.69%	10.00%	所有者权益总额	47,848	53,750	64,805	72,149
计息负债	12.22%	11.94%	4.99%	10.72%	资本状况	2017A	2018A	2019E	2020E
资产质量	2017A	2018A	2019E	2020E	资本充足率	13.03%	13.52%	15.22%	15.33%
不良率	0.98%	1.29%	1.29%	1.28%	核心资本充足率	10.39%	10.95%	12.84%	13.12%
拨备覆盖率	431.21%	347.24%	305.37%	269.54%	杠杆率	13.97	13.18	11.71	11.68
拨贷比	4.21%	4.49%	3.94%	3.45%	RORWA	1.57%	1.45%	1.56%	1.57%
不良净生成率	0.67%	2.43%	2.00%	2.00%	风险加权系数	67.76%	68.11%	65.61%	64.40%

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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。