

【广发银行&海外】重庆农村商业银行 (03618.HK)

县域主城协同优势显著, 农商龙头 A 股起航

投资建议:

县域和主城区业务协同效应显著, 重庆农商行盈利能力位居行业上游。区域领先的县域分销网点数和县域覆盖率为重庆农商行带来稳定低价的存款来源, 资产端一方面向风险收益更优的主城地区倾斜, 另一方面配置标准化投资类资产, 在重庆地区有效信贷需求不足的大背景下获得超额收益。重庆农商行贷款投放集中于基建和制造业, 总体风险可控, 随着重庆地区经济下行压力边际减弱, 不良率和不良生成率 19H1 均出现回落, 不良贷款确认充分, 拨备水平远高于同业。公司核心一级资本实力在 A 股上市城农商行中较强, 预计 A 股 IPO 后核心一级资本充足率提高 1.47pcts, 监管安全边际和风险抵御能力将进一步提高。

若不考虑公司 A 股 IPO 的影响, 我们预计公司 2019/2020 年归母净利润增速分别为 17.89% 和 15.67%, EPS 分别为 1.07/1.24 元/股。当前收盘价对应 2019/2020 年 PE 分别为 3.62X/3.13X, PB 分别为 0.49X/0.43X。公司近 2 年动态 PB 估值中枢 0.66 倍, 我们按照 2019 年 0.66 倍 PB 估算, 合理价值为 4.78HKD/股, 给予“买入”评级。

风险提示: 1、重庆地区经济超预期下滑, 导致资产质量风险暴露超预期; 2、县域存款竞争加剧, 存款成本大幅上升。

核心观点:

● 重庆地区经济下行压力边际减弱, 银行业景气度后续走势有待观察

2019 年上半年, 重庆市 GDP 同比增长 6.2%, 较 2018 年年末回升 0.2%, 经济下行压力边际减弱。当前银行业景气度处于高点, 资产与贷款增速较快, 后续景气度走势取决于不良资产暴露程度。

● 县域主城业务协同效应明显, ROA、ROE 处于可比同业上游

较高的 ROA 水平主要受益于重庆地区城乡统筹发展的模式, 以及重庆农商行自身“县域+主城”协同发展的业务结构。公司长期坚持和深耕县域金融业务, 为其提供了稳定的低成本存款来源; 同时在资产配置上向风险收益更优的主城地区倾斜, 二者共同驱动了较优的盈利水平。公司县域分销网点数据和县域覆盖率均在重庆同业中占有绝对优势, 为其稳定的低成本存款来源提供了保障。县域金融优势也是其显著区别于其他同行的地方。

● 贷款投放集中于基建和制造业, 总体风险可控

19H1 不良生成率已经降为 0.24%, 不良率也回落至 1.25%, 19H1 逾期 90 天以上贷款/不良贷款的比例仅为 78.82%, 拨备覆盖率高达 369%。

公司评级

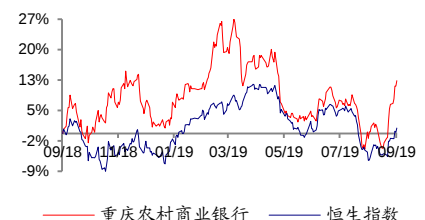
买入

当前价格	4.28 港元
合理价值	4.78 港元
报告日期	2019-09-17

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	10000 /2513
总市值/流通市值 (百万港元)	43600/10958
一年内最高/最低 (港元)	5.17/3.73
30 日日均成交量/成交额 (百万)	7.49/29.74
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	9.27/-10.21

相对市场表现



分析师:

倪军



SAC 执证号: S0260518020004



021-60750604



nijun@gf.com.cn

分析师:

屈俊



SAC 执证号: S0260515030005



SFC CE No. BLZ443



0755-88286915



qujun@gf.com.cn

分析师:

万思华



SAC 执证号: S0260519080006



021-60750604



wansihua@gf.com.cn

请注意, 倪军, 万思华并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

联系人:

李佳鸣 021-60750604

lijiaming@gf.com.cn

目录索引

一、重庆地区经济下行压力边际减弱，银行业景气度后续走势有待观察.....	5
二、县域主城业务协同效应明显，ROA、ROE 处于可比同业上游.....	8
三、县域业务揽储能力强大，低负债成本优势突出.....	12
四、投资结构和期限优化，收益优于大部分 A 股农商行.....	14
五、贷款投放集中于基建和制造业，总体风险可控.....	16
六、预计 A 股 IPO 后，核心一级资本充足率提高 1.47PCTS.....	22
七、投资建议与风险提示.....	23

图表索引

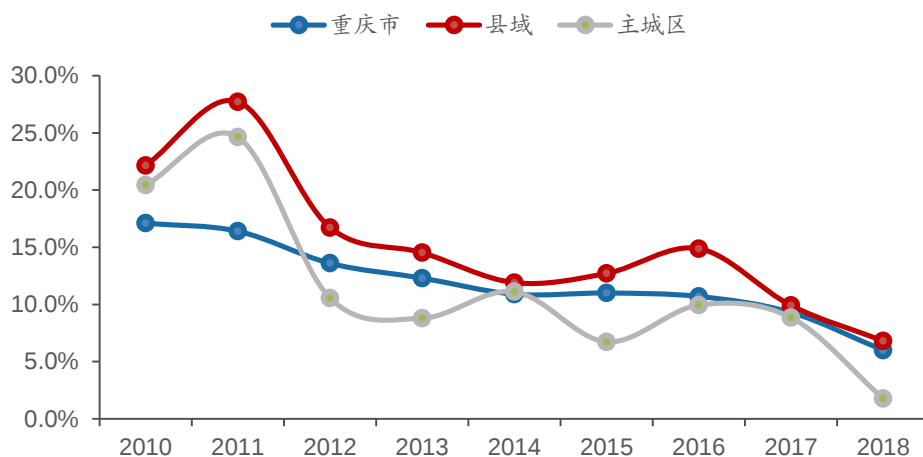
图 1: 重庆市经济增速持续回落 (百万元)	5
图 2: 重庆地区银行业处于景气度高点, 7 月贷款同比增速达 14% (百分比)	6
图 3: 重庆地市不良贷款比例 (百分比)	7
图 4: 工业企业产能利用率 (百分比)	7
图 5: 重庆市隐含不良率与 ROIC (百分比)	8
图 6: 2019H1 重庆农商行年化 ROE 在 21 家 A 股上市城农商行中排第 6 位, 且领先于其他 7 家 A 股上市农商行 (百分比)	9
图 7: 重庆农商行县域和主城地区存款、贷款及资产分布 (百分比)	11
图 8: 县域主城净利息收入、营收和调整收益占比	11
图 9: 县域主城 ROAA 对比 (百分比)	11
图 10: 县域、主城和集团总体贷存比对比 (百分比)	11
图 11: 2019H1 重庆农商行零售存款占比达 74.3%, 居 A 股上市银行首位 (百分比)	12
图 12: 存款占计息负债比例及存款结构 (百分比)	13
图 13: 存款付息率 (百分比)	13
图 14: 近三年重庆农商行投资类资产占生息资产比重波动不大, 18 年以来投资类资产收益率下滑 (百分比)	14
图 15: 2019H1 重庆农商行投资类资产占生息资产比例处于 A 股上市城农商行下游水平 (百分比)	15
图 16: 2019H1 重庆农商行投资类资产收益率处于 A 股上市城农商行中游水平 (百分比)	15
图 17: 重庆农商行投资类资产净额结构变化 (百分比)	16
图 18: 2019H1 重庆农商行主城区贷款占比为 53.07%, 县域及其他地区贷款占比为 46.93% (百分比)	17
图 19: 2019H1 重庆农商行对公不良贷款率为 1.52%, 其中主城区不良率为 0.97%, 县域及其他区域不良率为 2.66%	17
图 20: 规模以上工业战略性新兴产业增加值增速远快于规模以上工业企业增加值增速 (百分比)	17
图 21: 重庆农商行与可比上市银行的资产质量情况对比 (百分比)	19
图 22: 2019H1 重庆农商行不良生成率在上市可比中小银行同业中处于较低水平, 不良生成率仅为 0.24% (百分比)	19
图 23: 2018 年重庆地区 GDP 增速大幅放缓, 重庆农商行不良生成率大幅上升, 2019H1 随着重庆经济企稳, 重庆农商行不良生成率企稳 (百分比)	19
图 24: 重庆农商行核心一级资本充足率、资本充足率 (百分比)	22
图 25: 2019H1 重庆农商行核心一级资本充足率处于 A 股上市城农商行上游水平 (百分比)	23
图 26: 重庆农商行 PB-Band (截至 2019 年 9 月 12 日收盘)	25

表 1: 重庆市财政收入依赖政府性基金收入和中央补助 (亿元/百分比)	6
表 2: 重庆政府性债务余额和杠杆率 (亿元/百分比)	6
表 3: 19H1 重庆农村商业银行前十大股东	8
表 4: A 股上市城农商行 2019H1 杜邦分析对比 (百分比)	9
表 5: A 股上市城农商行 2019H1 杜邦分析对比 (续表, 百分比)	10
表 6: 重庆农商行与 A 股上市城农商行各类计息负债付息率对比 (升序排列, 百分比)	13
表 7: 重庆农商行投资类资产结构	16
表 8: 重庆农商行贷款分布及资产质量情况 (百万元, 百分比)	18
表 9: 在 1 万亿资产规模的可比银行中不良偏离度表现优异 (百分比)	20
表 10: 重庆农商行拨备覆盖率 369%、拨贷比 4.59%均处于可比同业前列 (百分比)	20
表 11: 重庆农商行 A 股 IPO 对公司资本监管指标的影响的静态模拟测算	23
表 12: 重庆农村商业银行关键指标预测表	24
表 13: 重庆农商行可比公司估值 (统计截至 2019 年 9 月 16 日收盘)	24

一、重庆地区经济下行压力边际减弱，银行业景气度后续走势有待观察

重庆市经济下行压力边际减弱。重庆市地处长江上游地区，是中西部地区唯一的直辖市，以汽车、摩托车制造、电子信息为支柱产业，2018年末GDP总量2.0万亿元，在全国31个省中排名第17位。2008年以来重庆得益于地方财政支出的扩张，经济保持较快增速，GDP复合增长率达13.4%，全国排名第3位。2016年以来，驱动经济高速增长的两大引擎：汽车制造和电子信息产业逐渐失速，GDP增速放缓，经济开始换挡升级。2019年上半年，重庆市GDP同比增长6.2%，较2018年年末回升0.2%，经济下行压力边际减弱。

图 1：重庆市经济增速持续回落（百万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：主城区和县域数据根据各区县名义 GDP 汇总整理计算

地方财政收入依赖政府性基金和转移性收入。根据重庆市财政局数据，2018年重庆全市一般公共预算收入2266亿元，同比增长0.6%，其中税收收入1603亿元；政府性基金预算收入2316亿元，同比增长2.9%；国有资本经营预算收入105亿元，同比下滑17.1%；转移支付4364亿元，其中中央补助1876亿元，地方政府债务收入1028亿元。

从结构上来看，一般公共预算收入、政府性基金收入、国有资本经营收入和转移性收入占比分别为25.0%、25.6%、1.2%、48.2%，转移性收入中中央补助占比20.7%、地方政府债务收入11.5%。

2018重庆市一般公共预算支出4541亿元，同比增长4.7%，政府性基金预算支出2677亿元，同比增长22.7%。预计后续财政支出力度持续增强，2019年上半年一般公共预算支出2429亿元，同比增长5.8%，较2018年上升1.1个百分点。

表 1: 重庆市财政收入依赖政府性基金收入和中央补助 (亿元/百分比)

	2016	16 占比	2017	17 占比	2018	18 占比
一般公共预算收入	2228	28.7%	2252	25.8%	2266	25.0%
税收收入	1438	18.5%	1476	16.9%	1603	17.7%
政府性基金	1497	19.3%	2251	25.8%	2316	25.6%
国有资本经营	91	1.2%	127	1.5%	105	1.2%
转移性收入	3953	50.9%	4104	47.0%	4364	48.2%
中央补助	1622	20.9%	1835	21.0%	1876	20.7%
地方政府债务收入	1570	20.2%	1323	15.1%	1028	11.4%

数据来源: 重庆市财政局官网、广发证券发展研究中心

政府负债水平适中,城投负债水平较高。截至2018年末,重庆市政府性债务余额4691亿元,地方债余额/GDP为23%,在31个省中排名第17位,处于适中水平。但我们更加关注重庆辖区内的城投公司负债情况,根据我们测算,城投债务余额达1.37万亿元,以(政府性债务余额+城投债务余额)/GDP测算重庆地区实际杠杆率为90.4%,在31个省中排名第26位,处于较高水平。

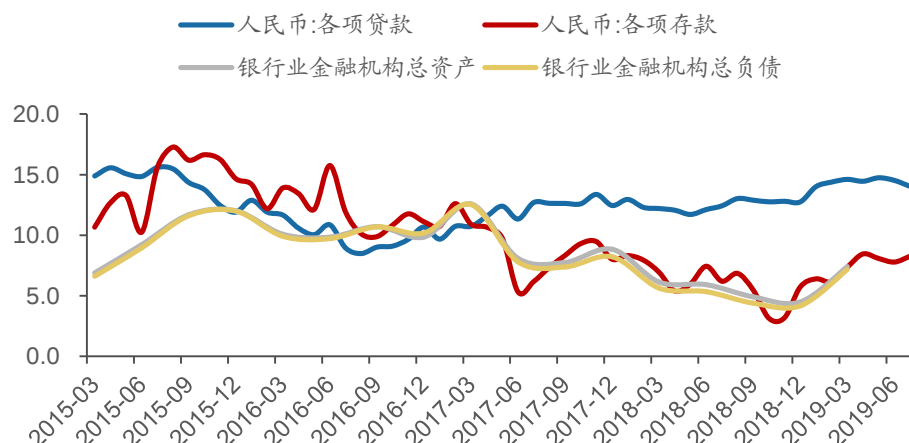
表 2: 重庆政府性债务余额和杠杆率 (亿元/百分比)

指标名称	2010	2012	2013	2013	2014	2015	2016	2017	2018
政府性债务余额	2,159	6,695	7,360	6,926	5,910	3,379	3,737	4,019	4,691
债务余额/GDP	27.24%	66.87%	64.51%	54.18%	41.43%	21.50%	21.07%	20.69%	23.03%
地方政府债务限额	-	-	-	-	-	3,412	3,835	4,383	5,093
未使用额度	-	-	-	-	-	33	98	365	403

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

银行业景气度处于高点,资产与贷款增速较快。从银行业资产和贷款增速的角度看,行业处于景气度的高点,19Q1重庆地区银行业金融机构总资产同比增速7.41%,较18Q4的4.49%有较大幅度的反弹;19M7重庆市人民币各项贷款同比增速14.0%,处于15年以来的高点。

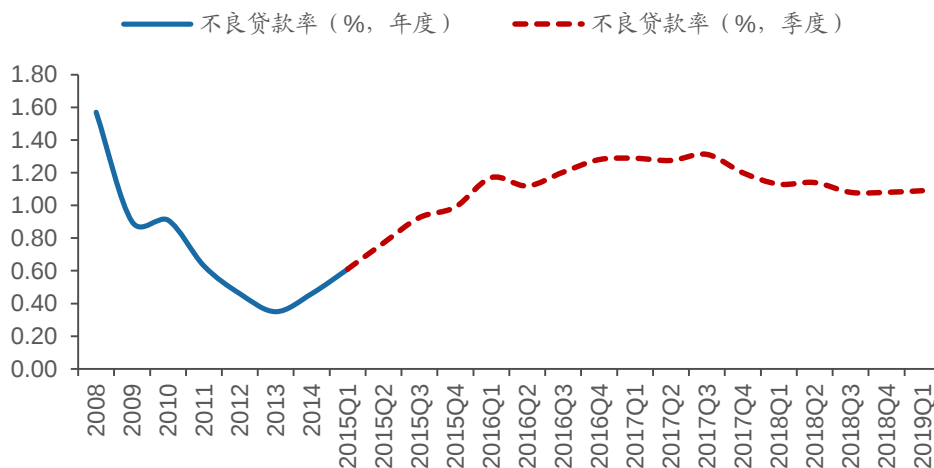
图 2: 重庆地区银行业处于景气度高点,7月贷款同比增速达14% (百分比)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心; 注: 以上指标均为同比增速

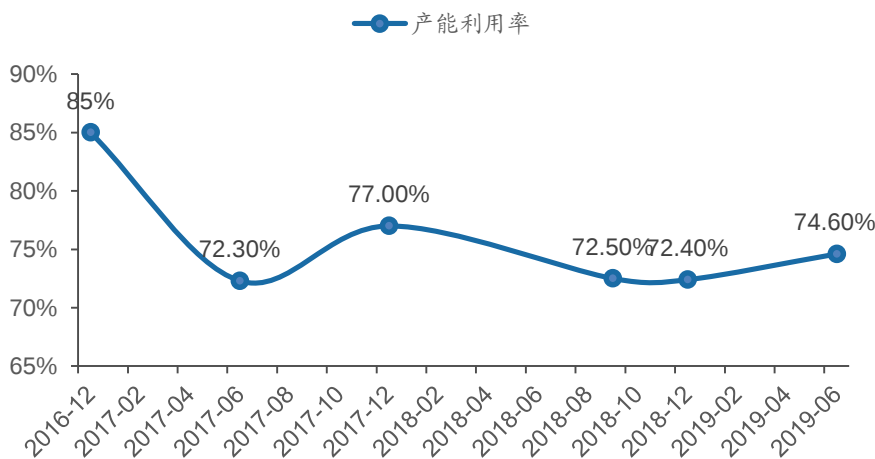
景气度后续走势取决于不良资产暴露程度。根据重庆银保监局数据，19Q1重庆市银行业金融机构不良贷款比例为1.09%，较16-17年1.30%水平有所回落。从回报率周期的角度看，前期固定资产投资带来的产能集中释放，工业企业产能利用率维持在较低水平，重庆市统计局公布的产能指标显示，18Q3以来重庆地区工业企业产能利用率徘徊在72.5%-74.6%之间，远低于16年85%左右的水平。产能利用率低导致资本回报率下滑，重庆市上市公司ROIC降至19H1的4.67%，领先指标上市公司隐含不良率开始抬头，预计后续不良资产风险暴露压力较大。

图 3：重庆地市不良贷款比例（百分比）



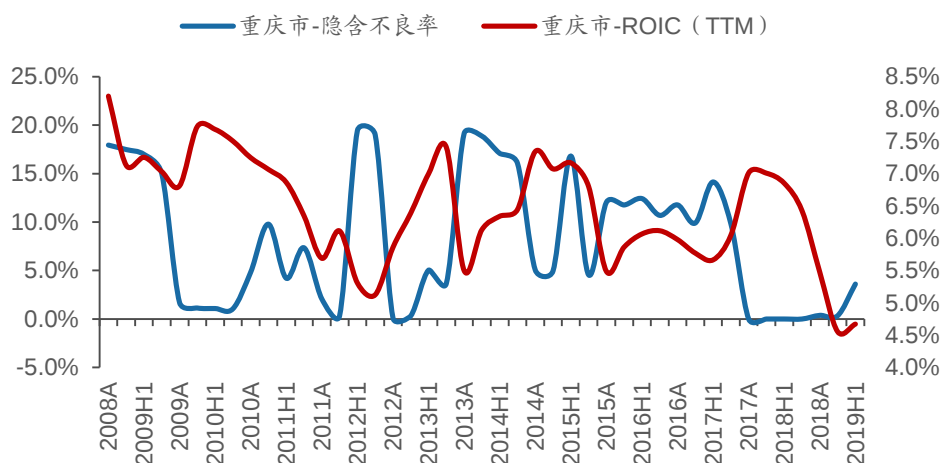
数据来源：Wind，重庆银保监局，广发证券发展研究中心

图 4：工业企业产能利用率（百分比）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5: 重庆市隐含不良率与ROIC (百分比)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

无实际控制人，但前十大股东持股较为集中。截至19H1，重庆农商行前三大股东为重庆渝富资产经营管理集团有限公司、重庆市城市建设投资（集团）有限公司和重庆交通旅游投资集团有限公司，均为国有法人，其实际控制人分别为重庆市国资委、重庆市国资委和重庆市财政局，合计持有23.74%的股份；另外，根据公司A股招股书披露，国有法人股比例为28.12%。公司前十大股东持股比例为44.73%，高于A股上市农商行的平均值35.03%。

表 3: 19H1重庆农村商业银行前十大股东

序号	股东名称	股东性质	持股比例 (%)
1	重庆渝富资产经营管理集团有限公司	国有法人股	9.88
2	重庆市城市建设投资（集团）有限公司	国有法人股	7.97
3	重庆交通旅游投资集团有限公司	国有法人股	5.89
4	隆鑫控股有限公司	社会法人股	5.70
5	重庆财信企业集团有限公司	社会法人股	4.43
6	北京九鼎房地产开发有限责任公司	社会法人股	3.00
7	BlackRock, Inc.	H 股	2.48
8	厦门市高鑫泓股权投资有限公司	社会法人股	2.00
9	Fosun International Limited	H 股	1.76
10	Citigroup Inc.	H 股	1.62

数据来源: 公司 A 股招股书, 广发证券发展研究中心

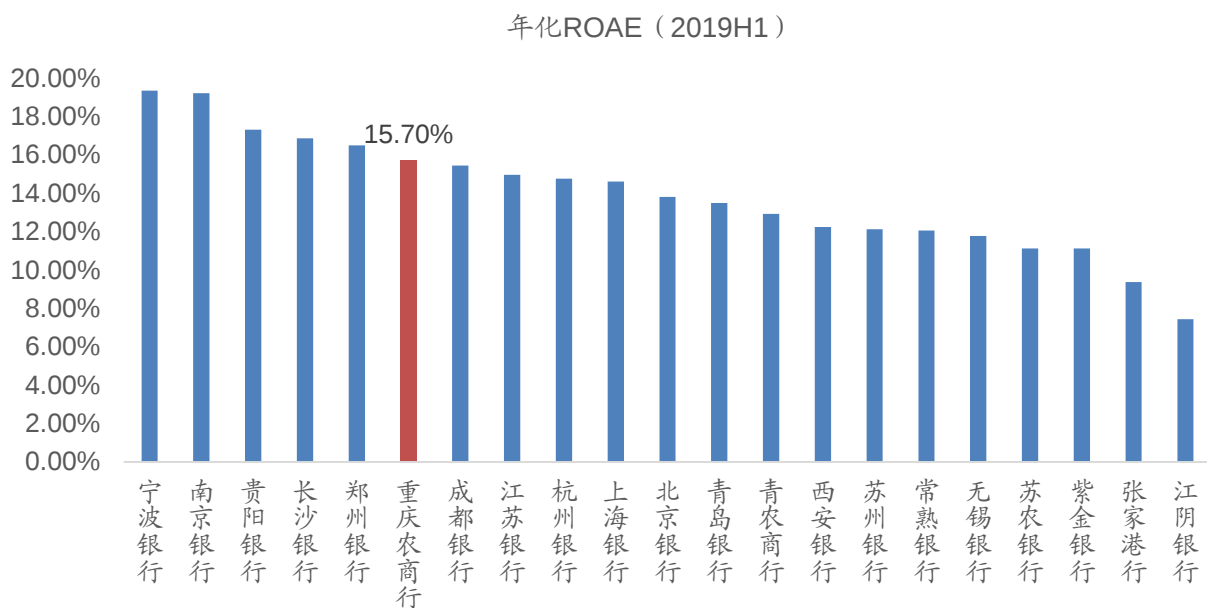
二、县域主城业务协同效应明显，ROA、ROE 处于可比同业上游

2019H1重庆农商行年化ROE为15.70%，在21家A股上市城农商行中排第6位，且显

著领先于其他A股上市农商行，主因是公司的ROA较高。2019H1重庆农商行的年化ROA为1.19%，在A股上市城农商行中仅次于宁波银行。较高的ROA水平主要受益于重庆地区城乡统筹发展的模式，以及重庆农商行自身“县域+主城”协同发展的业务结构。具体来看：公司长期坚持和深耕县域金融业务，为其提供了稳定的低成本存款来源；同时在资产配置上向风险收益更优的主城地区倾斜，二者共同驱动了较优的盈利水平。

杜邦分析来看：（1）营业收入方面：受益于县域主城的协同效应，在资产端风险偏好并不高的情况下，公司的净息差排名靠前，带动净利息收入贡献突出；手续费及佣金净收入、其他非息收入贡献度相比同业仍有较大提升空间。（2）营业支出方面：公司经营风格审慎稳健，信用风险控制得力叠加相对较高的拨备覆盖率，降低了信用成本对当期利润的侵蚀，此外，税金及附加、管理费用等其他费用均控制得比较好。公司的PPOP、税前利润、净利润对ROA、ROE的贡献度位列可比同业前三。总体来看，重庆农商行的各类核心指标均领先同业。趋势上来看，县域地区金融服务业竞争激烈程度相对较低且客户粘性相对更高，预计未来一段时间内，重庆农商行的存款优势能够保持，对净息差具有一定的支撑作用，考虑到其贷存比仍有提升空间，以及稳健的经营风格，我们预计公司的盈利能力具备可持续性。

图 6：2019H1重庆农商行年化ROE在21家A股上市城农商行中排第6位，且领先于其他7家A股上市农商行（百分比）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 4：A股上市城农商行2019H1杜邦分析对比（百分比）

	宁波	南京	贵阳	长沙	郑州	重庆农商行	成都	江苏	杭州	上海	北京
营业收入	2.79%	2.57%	2.57%	2.95%	2.65%	2.69%	2.38%	2.21%	2.24%	2.40%	2.50%
利息净收入	1.64%	1.72%	2.12%	2.10%	1.67%	2.33%	1.90%	1.13%	1.55%	1.36%	1.83%
利息收入	3.75%	4.30%	4.58%	4.35%	4.36%	4.50%	3.78%	3.96%	4.01%	3.60%	4.17%
利息支出	-2.11%	-2.58%	-2.46%	-2.25%	-2.70%	-2.17%	-1.88%	-2.83%	-2.46%	-2.24%	-2.33%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

手续费及佣金净收入	0.61%	0.33%	0.19%	0.32%	0.33%	0.27%	0.08%	0.29%	0.17%	0.32%	0.40%
净其他非息收入	0.54%	0.51%	0.26%	0.53%	0.65%	0.09%	0.40%	0.79%	0.52%	0.71%	0.26%
营业支出	-1.49%	-1.26%	-1.50%	-1.74%	-1.35%	-1.27%	-1.31%	-1.32%	-1.36%	-1.25%	-1.28%
税金及附加	-0.02%	-0.03%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.03%
管理费用	-0.94%	-0.63%	-0.68%	-0.89%	-0.70%	-0.59%	-0.56%	-0.55%	-0.56%	-0.44%	-0.46%
PPOP（拨备前利润）	1.83%	1.90%	1.87%	2.04%	1.92%	2.09%	1.79%	1.63%	1.66%	1.94%	2.00%
资产减值损失	-0.53%	-0.60%	-0.79%	-0.83%	-0.63%	-0.66%	-0.72%	-0.75%	-0.78%	-0.79%	-0.79%
税前利润	1.30%	1.30%	1.07%	1.21%	1.29%	1.43%	1.07%	0.88%	0.88%	1.15%	1.21%
所得税	-0.11%	-0.23%	-0.03%	-0.23%	-0.23%	-0.24%	-0.09%	-0.07%	-0.11%	-0.13%	-0.22%
净利润	1.19%	1.07%	1.04%	0.98%	1.06%	1.19%	0.98%	0.81%	0.78%	1.02%	0.99%
ROAA	1.19%	1.07%	1.04%	0.98%	1.06%	1.19%	0.98%	0.81%	0.78%	1.02%	0.99%
权益乘数	16.30	17.95	16.65	17.21	15.55	13.24	15.80	18.50	18.99	14.27	14.00
ROAE	19.35%	19.22%	17.32%	16.86%	16.50%	15.70%	15.44%	14.96%	14.76%	14.62%	13.82%

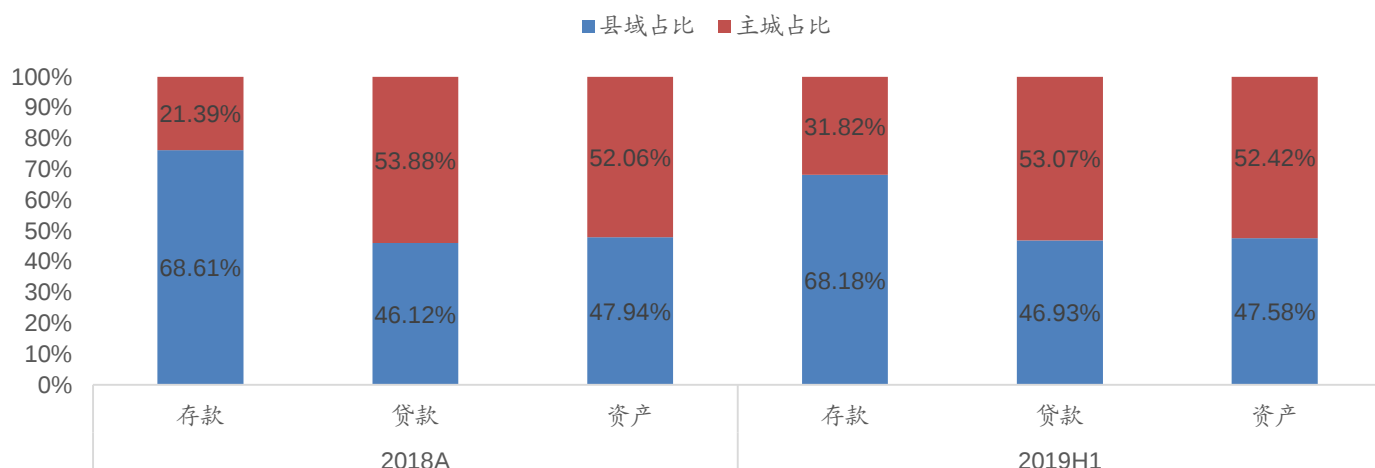
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：表中数值为对应科目年化后占 19H1 平均总资产的比重

表 5：A股上市城农商行2019H1杜邦分析对比（续表，百分比）

	青岛	青农商行	西安	苏州	常熟	无锡	苏农	紫金	张家港行	江阴	青岛
营业收入	2.74%	2.80%	2.71%	2.97%	3.64%	2.10%	2.93%	2.42%	3.07%	2.74%	2.74%
利息净收入	1.90%	2.18%	2.23%	1.84%	3.16%	1.80%	2.43%	2.08%	2.81%	2.03%	1.90%
利息收入	4.12%	4.20%	4.46%	4.35%	5.29%	4.12%	4.13%	4.21%	4.89%	4.04%	4.12%
利息支出	-2.22%	-2.02%	-2.23%	-2.51%	-2.14%	-2.31%	-1.69%	-2.13%	-2.08%	-2.01%	-2.22%
手续费及佣金净收入	0.35%	0.08%	0.23%	0.36%	0.22%	0.07%	0.08%	0.11%	0.01%	0.05%	0.35%
净其他非息收入	0.49%	0.54%	0.25%	0.77%	0.27%	0.22%	0.41%	0.24%	0.25%	0.67%	0.49%
营业支出	-1.63%	-1.75%	-1.42%	-1.80%	-2.38%	-1.12%	-1.83%	-1.57%	-2.21%	-2.08%	-1.63%
税金及附加	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.03%
管理费用	-0.73%	-0.73%	-0.66%	-0.84%	-1.36%	-0.59%	-1.01%	-0.62%	-0.96%	-0.80%	-0.73%
PPOP（拨备前利润）	1.97%	2.04%	2.02%	2.08%	2.25%	1.48%	1.90%	1.77%	2.08%	1.90%	1.97%
资产减值损失	-0.86%	-0.99%	-0.73%	-0.91%	-1.00%	-0.51%	-0.80%	-0.92%	-1.23%	-1.25%	-0.86%
税前利润	1.11%	1.05%	1.29%	1.16%	1.26%	0.97%	1.11%	0.86%	0.86%	0.64%	1.11%
所得税	-0.23%	-0.12%	-0.23%	-0.24%	-0.19%	-0.15%	-0.13%	-0.14%	-0.04%	0.00%	-0.23%
净利润	0.88%	0.93%	1.06%	0.93%	1.07%	0.82%	0.98%	0.72%	0.82%	0.65%	0.88%
ROAA	0.88%	0.93%	1.06%	0.93%	1.07%	0.82%	0.98%	0.72%	0.82%	0.65%	0.88%
权益乘数	15.25	13.91	11.50	13.08	11.26	14.30	11.38	15.45	11.46	11.51	15.25
ROAE	13.49%	12.92%	12.24%	12.12%	12.06%	11.78%	11.12%	11.12%	9.38%	7.44%	13.49%

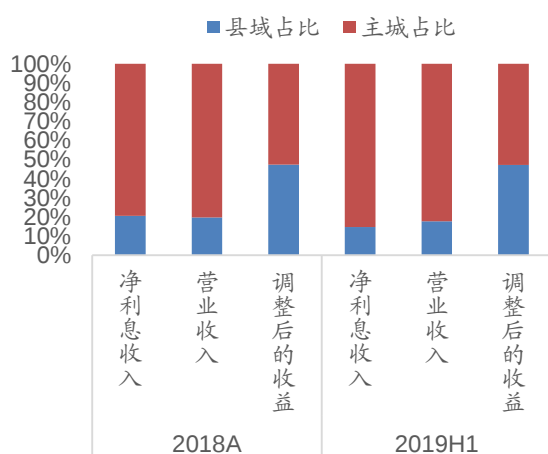
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：表中数值为对应科目年化后占 19H1 平均总资产的比重

图 7：重庆农商行县域和主城地区存款、贷款及资产分布（百分比）



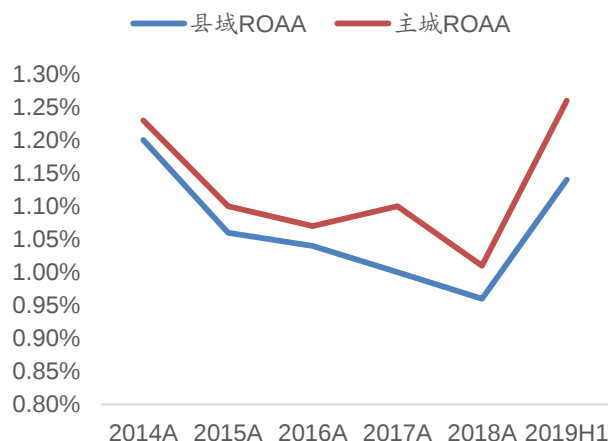
数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图 8：县域主城净利息收入、营收和调整后的收益占比



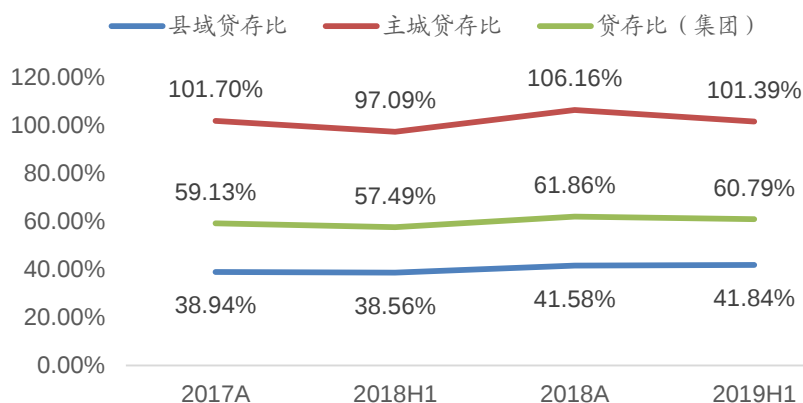
数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图 9：县域主城ROAA对比（百分比）



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图 10：县域、主城和集团总体贷存比对比（百分比）



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

三、县域业务揽储能力强大，低负债成本优势突出

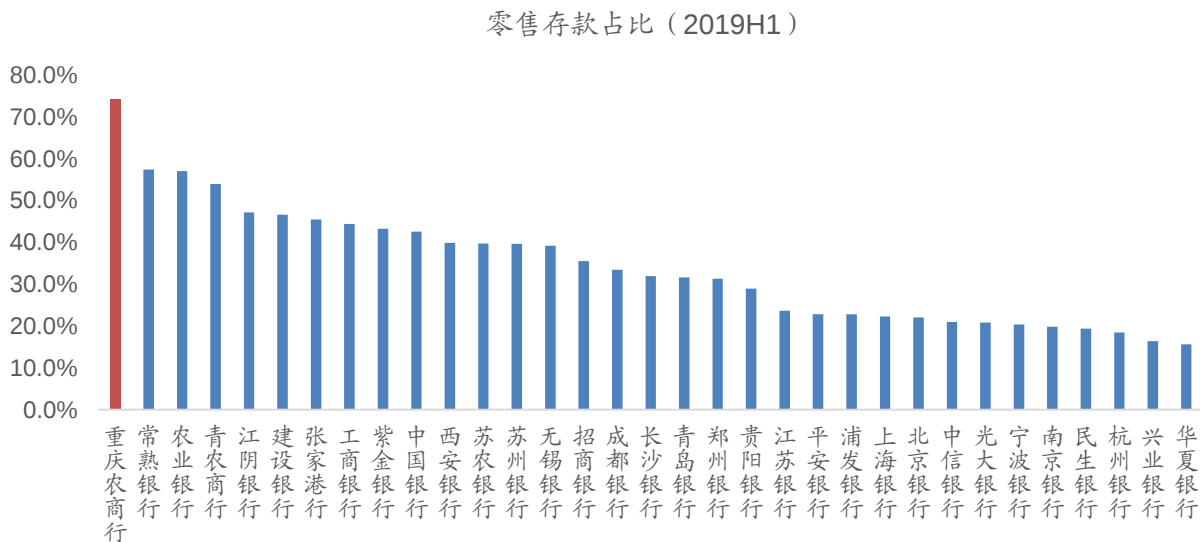
重庆农商行由重庆市农村信用合作社及重庆市辖区内39个区县行社改制重组而成，因此在重庆县域地区开展金融服务具有先天优势。根据公司半年报披露，截至2019年6月30日公司拥有各类分支机构1775个，其中在重庆县域设有1462个分销网点，实现了乡镇全覆盖。重庆农商行的县域分销网点数据和县域覆盖率均在重庆同业中占有绝对优势，使其拥有了一大批高粘性的客户群体，为其稳定的低成本存款来源提供了保障。县域金融优势也是其显著区别于其他同行的地方。

截至2019年6月末，重庆农商行县域金融业务贷款余额1948.0亿元，存款余额4655.4亿元，分别占其贷款总额和存款总额的46.93%与68.18%。从客户结构来看，重庆农商行零售存款占比高达74.3%，在所有A股上市银行中居首位。

与行业趋势相同，受存款定期化影响，重庆农商行2019H1存款付息率较去年上升23bps至1.88%，但绝对水平仍优于绝大多数A股上市城农商行，其计息负债付息率表现较好也得益于此。

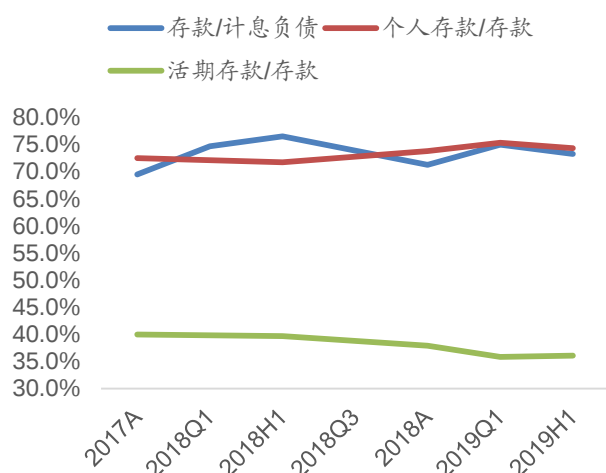
虽然活期存款占比偏低以及存款定期化趋势加重对重庆农商行的存款成本造成了一定压力，但其零售定期存款占比已经高达77.5%，继续上升的空间有限，而且县域地区金融业竞争程度相对较低，因此我们预计其负债端低成本优势有望保持。

图 11：2019H1重庆农商行零售存款占比达74.3%，居A股上市银行首位（百分比）



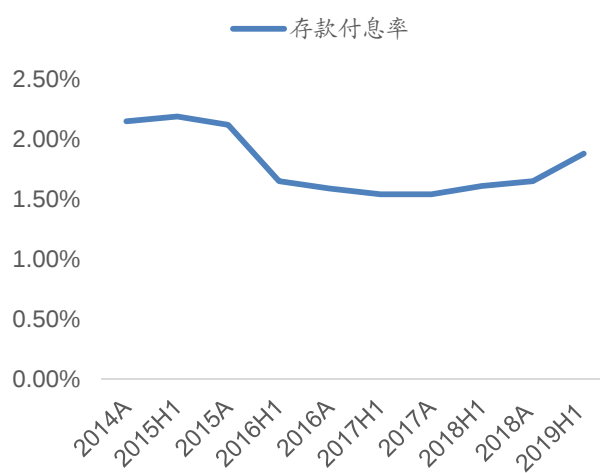
数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图 12: 存款占计息负债比例及存款结构 (百分比)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 存款付息率 (百分比)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 6: 重庆农商行与A股上市城农商行各类计息负债付息率对比 (升序排列, 百分比)

计息负债付息率 (2019H1)		存款付息率(2019H1)		同业负债付息率 (2019H1)		发行债券付息率 (2019H1)	
成都银行	2.03%	成都银行	1.66%	常熟银行	2.25%	苏农银行	2.93%
青农商行	2.24%	紫金银行	1.74%	成都银行	2.44%	上海银行	3.36%
江阴银行	2.26%	青农商行	1.75%	杭州银行	2.57%	成都银行	3.40%
张家港行	2.27%	苏农银行	1.76%	南京银行	2.58%	长沙银行	3.58%
宁波银行	2.28%	宁波银行	1.82%	宁波银行	2.60%	青岛银行	3.64%
重庆农商行	2.31%	青岛银行	1.82%	西安银行	2.61%	苏州银行	3.65%
长沙银行	2.42%	重庆农商行	1.88%	青农商行	2.62%	郑州银行	3.66%
常熟银行	2.43%	北京银行	1.90%	无锡银行	2.78%	重庆农商行	3.68%
青岛银行	2.45%	西安银行	1.94%	上海银行	2.83%	贵阳银行	3.71%
西安银行	2.46%	长沙银行	1.95%	苏农银行	2.83%	杭州银行	3.72%
北京银行	2.51%	江阴银行	2.04%	青岛银行	2.89%	紫金银行	3.74%
上海银行	2.52%	张家港行	2.09%	张家港行	2.94%	江苏银行	3.76%
苏州银行	2.62%	贵阳银行	2.15%	重庆农商行	2.96%	北京银行	3.77%
贵阳银行	2.68%	上海银行	2.16%	苏州银行	3.10%	南京银行	3.77%
杭州银行	2.69%	常熟银行	2.20%	江阴银行	3.10%	宁波银行	3.80%
南京银行	2.78%	苏州银行	2.25%	长沙银行	3.16%	青农商行	3.81%
江苏银行	2.93%	无锡银行	2.35%	北京银行	3.17%	西安银行	3.84%
郑州银行	2.98%	杭州银行	2.36%	江苏银行	3.20%	无锡银行	4.12%
无锡银行	未披露	南京银行	2.50%	紫金银行	3.31%	常熟银行	4.26%
苏农银行	未披露	江苏银行	2.57%	贵阳银行	3.42%	江阴银行	未披露
紫金银行	未披露	郑州银行	2.65%	郑州银行	3.44%	张家港行	未披露

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

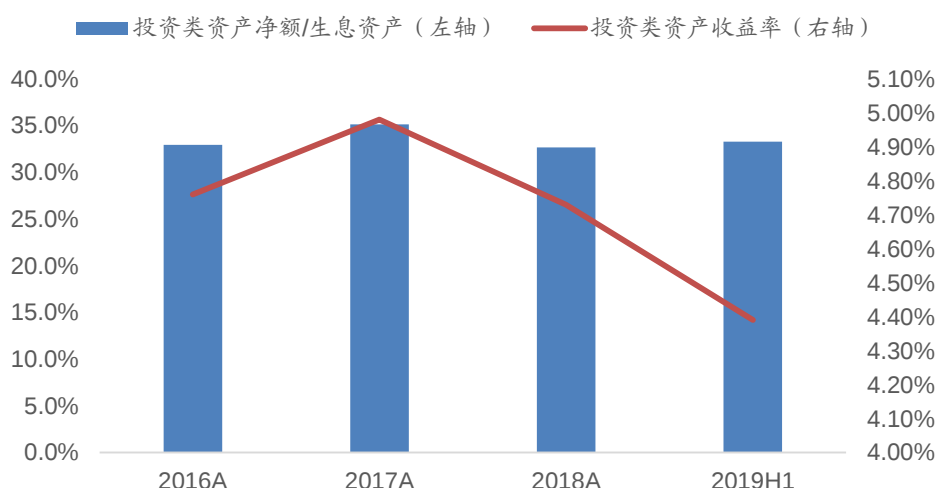
四、投资结构和期限优化，收益优于大部分 A 股农商行

从2016年以来的数据来看，重庆农商行的投资类资产规模和占生息资产比重均较为稳定，总体波动不大，但计提的减值准备占比保持上升的趋势。2019年6月末投资类资产净额为3414.1亿元，占生息资产比重为33.3%，减值/投资类资产余额比例为0.92%。从2019年中报数据来看，重庆农商行投资类资产占比低于A股上市城商行，但在A股上市农商行中处于上游水平，可能是由于重庆地区作为传统老工业城市，在经济下行和转型升级过程中面临的压力更大，有效信贷需求不足的情况相对而言可能比江浙地区更严重。

受结构调整影响，2018年以来，重庆农商行投资类资产收益率有所下滑，2019年上半年年化收益率为4.39%，在21家A股上市城农商行中排第10位，但优于大部分A股上市农商行。近几年收益率下滑的主要原因是压降了理财产品，投资了更多的免税国债及地方政府债、同业存单等标准化资产。此外投资期限结构也进一步优化，2019年上半年5年以上金融投资较上年末增加177.84亿元，占比增加3.26个百分点，主因是公司适度增持利率较高、相对投资价值较好的长期债权投资。

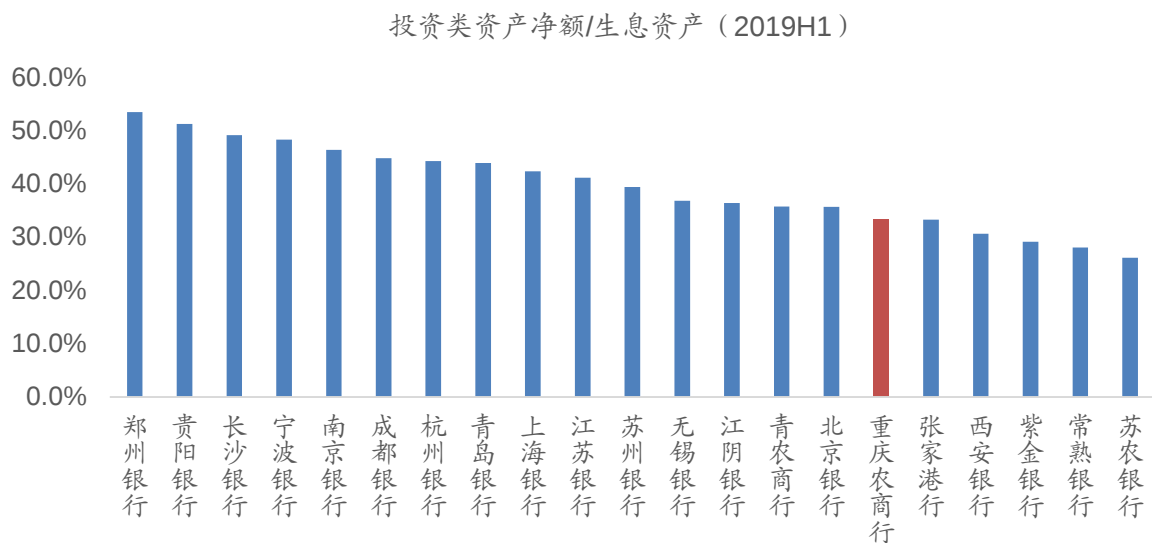
考虑到公司投资类资产中理财产品等非标准化资产占比已大幅下降，预计终端利率下行、房地产严控等因素对公司投资类资产收益率的影响趋弱。

图 14：近三年重庆农商行投资类资产占生息资产比重波动不大，18年以来投资类资产收益率下滑（百分比）



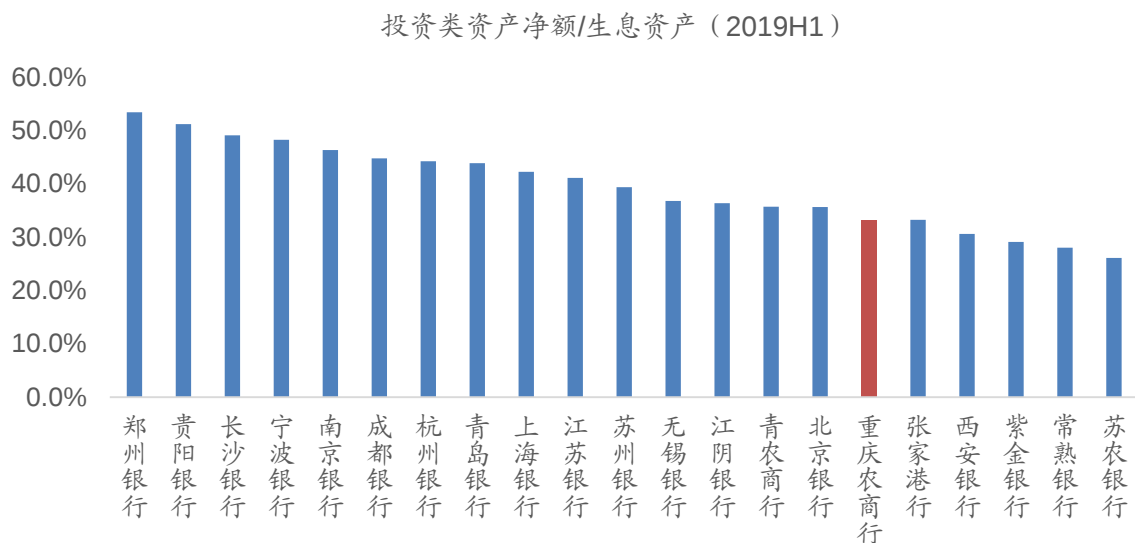
数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图 15: 2019H1重庆农商行投资类资产占生息资产比例处于A股上市城农商行下游水平（百分比）



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图 16: 2019H1重庆农商行投资类资产收益率处于A股上市城农商行中游水平（百分比）



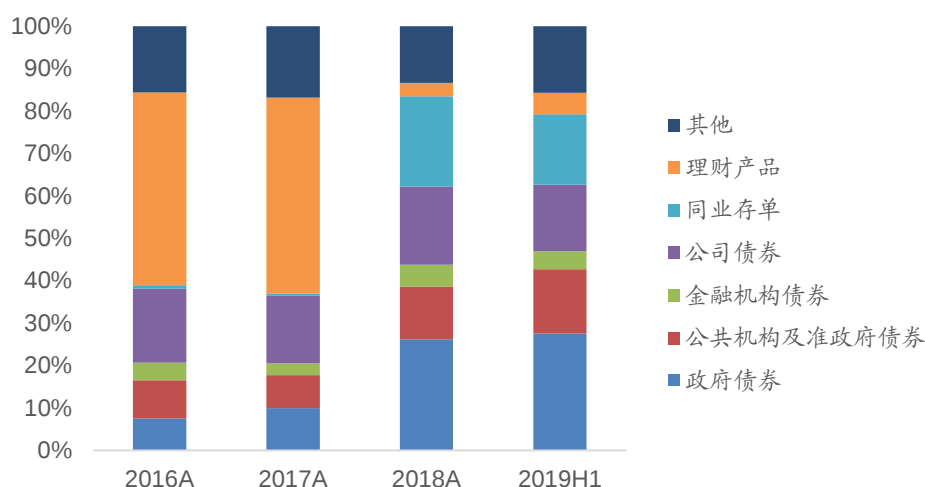
数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

表 7: 重庆农商行投资类资产结构

	2016 年末		2017 年末		2018 年末		2019 年 6 月末	
亿元,%	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
债券投资	1,033.7	39.0	1,181.4	37.0	2,626.5	83.5	2,713.5	78.7
政府债券	198.7	7.5	317.9	9.9	824.0	26.2	947.9	27.5
公共机构及准政府债券	240.2	9.1	248.8	7.8	390.9	12.4	522.7	15.2
金融机构债券	108.5	4.1	88.9	2.8	162.4	5.2	146.6	4.3
公司债券	464.0	17.5	509.3	15.9	577.5	18.4	540.9	15.7
同业存单	22.4	0.8	16.5	0.5	671.6	21.3	570.4	16.6
债权融资计划	-	-	15.1	0.5	-	-	-	-
信托及资产管理计划	404.4	15.2	516.6	16.2	335.9	10.7	348.8	10.1
理财产品	1,204.2	45.4	1,476.6	46.2	98.2	3.1	176.1	5.1
其他类	11.9	0.5	7.0	0.2	86.0	2.7	192.5	5.6
投资类资产余额	2,654.2	100.0	3,196.7	100.0	3,146.5	100.0	3,445.9	100.0
减: 投资资产减值准备	17.6		21.8		21.8		31.8	
投资类资产净额	2,636.6		3,174.9		3,124.7		3,414.1	

数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 17: 重庆农商行投资类资产净额结构变化 (百分比)



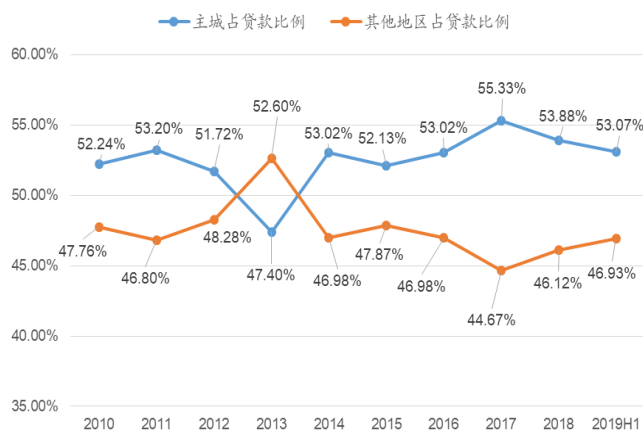
数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

五、贷款投放集中于基建和制造业, 总体风险可控

重庆农村商业银行贷款投放从区域上来看, 2019H1主城区贷款的投放占总贷款的53.07%, 略高于县域及其他地区贷款占总贷款的46.93%, 不良贷款率情况来看, 主城区对公贷款的资产质量明显好于县域及其他地区贷款的资产质量, 2019Q1主城区对公贷款不良率仅为0.97%, 而县域及其他地区对公贷款不良率为2.66%, 全行对

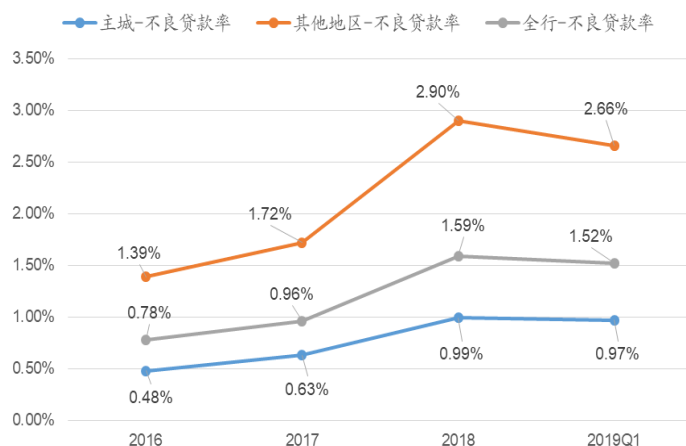
公贷款不良贷款率为1.52%。

图 18: 2019H1重庆农商行主城区贷款占比为53.07%，
县域及其他地区贷款占比为46.93%（百分比）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 19: 2019H1重庆农商行对公不良贷款率为1.52%，其
中主城区不良率为0.97%，县域及其他区域不良率为
2.66%

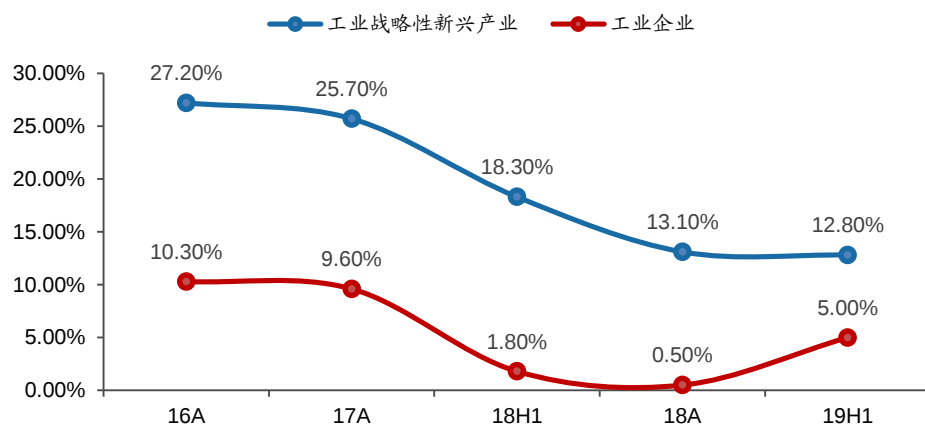


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

从贷款的投向来看，根据A股招股书披露19Q1重庆农村商业银行贷款总额为4,005亿元，其中对公和零售贷款的投放占比分别为65.8%和34.2%。

其中对公投放中，重庆农商行围绕工业战略性新兴产业调整贷款结构。工业战略性新兴产业包括节能环保产业，新一代信息技术产业，生物产业，高端设备制造业，新能源产业，新材料产业，新能源汽车产业等七大产业，19H1增加值同比增长12.8%，增速高出全市规模以上工业企业7.8个百分点，对全市规模以上工业企业增长的贡献达52.1%。

图 20 规模以上工业战略性新兴产业增加值增速远快于规模以上工业企业增加值增速（百分比）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

19Q1制造业、批发零售业、基建及固定资产投资（包括租赁和商务服务业、水利环

境和公共设施管理业、电力热力燃气及水生产和供应业、交通运输仓储和邮政业)是投放的重点方向,分别占对公贷款的27.67%、7.94%和48.58%,但从资产质量的表现来看,公司不良贷款主要集中在三个方向:分别为制造业、批发零售业和农林牧渔业,不良贷款率分别为3.28%、4.30%、7.68%,分别占到对公不良贷款的43.22%、39.39%和9.37%,合计占比为91.98%,而投放规模占比达到一半左右的基建及固定资产投资的资产质量表现优异,租赁和商务服务业、水利环境和公共设施管理业、电力热力燃气及水生产和供应业、交通运输仓储和邮政业不良率分别为0.02%、0%、0%和0.45%。

零售贷款来看,19Q1住房按揭贷款、个人经营性贷款、信用卡贷款、其他贷款投放的占比分别为:46.29%、31.89%、2.77%、19.05%,其中按揭贷款的资产质量最优,不良率仅为0.37%,信用卡贷款的不良率为3.43%,个人经营性贷款和其他贷款的不良率分别为1.35%和1.45%,高于全行的不良率1.26%,个人经营性贷款资产质量的情况在行业表现相对较好。

表 8: 重庆农商行贷款分布及资产质量情况 (百万元, 百分比)

项目	2016					2017				
	贷款余额	贷款占比	不良余额	不良余额占比	不良贷款率	贷款余额	贷款占比	不良余额	不良余额占比	不良贷款率
制造业	55,572	29.26%	719	48.50%	1.29%	64,861	30.20%	893	43.22%	1.38%
水利、环境和公共设施管理业	41,110	21.65%				46,746	21.77%			
租赁和商务服务业	13,676	7.20%	20	1.32%	0.14%	17,953	8.36%	48	2.32%	0.27%
批发和零售业	20,703	10.90%	475	32.02%	2.29%	21,351	9.94%	814	39.39%	3.81%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	11,680	6.15%	1	0.06%	0.01%	14,186	6.61%		0.00%	0.00%
交通运输、仓储和邮政业	7,765	4.09%	8	0.54%	0.10%	10,403	4.84%		0.00%	0.00%
建筑业	6,400	3.37%	36	2.45%	0.57%	7,512	3.50%	83	3.99%	1.10%
房地产业	14,133	7.44%	14	0.93%	0.10%	10,725	4.99%		0.00%	0.00%
教育业	3,391	1.79%		0.00%	0.00%	3,295	1.53%		0.00%	0.00%
农、林、牧、渔业	4,118	2.17%	191	12.87%	4.63%	4,093	1.91%	194	9.37%	4.73%
其他	11,364	5.98%	19	1.31%	0.17%	13,626	6.35%	35	1.69%	0.26%
公司贷款总额	189,912	100%	1,483	100%	0.78%	214,752	100%	2,067	100%	0.96%
短期公司贷款	76,786	40.43%	1,110	74.88%	1.45%	87,304	40.65%	1,441	69.70%	1.65%
中长期公司贷款	113,127	59.57%	373	25.12%	0.33%	127,449	59.35%	626	30.30%	0.49%
公司贷款总额	189,912	100.00%	1,483	100.00%	0.78%	214,752	100.00%	2,067	100.00%	0.96%
住房及商铺按揭贷款	43,615	44.42%	301	21.67%	0.69%	50,185	44.20%	307	24.88%	0.61%
个人经营性贷款	35,054	35.70%	622	44.77%	1.77%	38,121	33.57%	534	43.26%	1.40%
信用卡透支	5,072	5.17%	184	13.24%	3.63%	4,211	3.71%	116	9.38%	2.75%
其他	14,441	14.71%	282	20.32%	1.96%	21,034	18.52%	278	22.49%	1.32%
个人贷款总额	98,182	100%	1,390	100%	1.42%	113,551	100%	1,235	100%	1.09%
贷款总额	300,421		2,873		0.96%	338,347		3,301		0.98%
项目	2018					2019Q1				
	贷款余额	贷款占比	不良余额	不良余额占比	不良贷款率	贷款余额	贷款占比	不良余额	不良余额占比	不良贷款率
制造业	63,527	27.90%	2,188	60.48%	3.44%	67,601	27.67%	2,218	59.81%	3.28%
水利、环境和公共设施管理业	42,489	18.66%				48,585	19.89%			
租赁和商务服务业	37,374	16.41%	6	0.17%	0.02%	42,091	17.23%	8	0.21%	0.02%
批发和零售业	19,022	8.35%	812	22.44%	4.27%	19,391	7.94%	834	22.49%	4.30%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	14,859	6.53%		0.00%	0.00%	14,970	6.13%		0.00%	0.00%
交通运输、仓储和邮政业	11,975	5.26%	58	1.60%	0.49%	13,011	5.33%	58	1.57%	0.45%
建筑业	7,912	3.47%	169	4.67%	2.14%	7,494	3.07%	179	4.82%	2.38%
房地产业	8,268	3.63%	58	1.60%	0.70%	8,406	3.44%	58	1.57%	0.69%
教育业	3,210	1.41%		0.00%	0.00%	3,297	1.35%	15	0.39%	0.44%
农、林、牧、渔业	3,771	1.66%	281	7.77%	7.45%	3,927	1.61%	301	8.13%	7.68%
其他	15,281	6.71%	45	1.25%	0.30%	15,535	6.36%	37	1.01%	0.24%
公司贷款总额	227,687	100%	3,618	100%	1.59%	244,307	100%	3,708	100%	1.52%
短期公司贷款	83,998	36.89%	1,647	45.52%	1.96%	85,252	34.90%	1,696	45.74%	1.99%
中长期公司贷款	143,689	63.11%	1,971	54.48%	1.37%	159,055	65.10%	2,012	54.26%	1.26%
公司贷款总额	227,687	100.00%	3,618	100.00%	1.59%	244,307	100.00%	3,708	100.00%	1.52%
住房及商铺按揭贷款	60,374	45.31%	259	19.79%	0.43%	63,391	46.29%	236	17.72%	0.37%
个人经营性贷款	42,998	32.27%	587	44.84%	1.37%	43,661	31.89%	588	44.14%	1.35%
信用卡透支	3,955	2.97%	124	9.47%	3.13%	3,795	2.77%	130	9.76%	3.43%
其他	25,928	19.46%	339	25.90%	1.31%	26,083	19.05%	379	28.45%	1.45%
个人贷款总额	133,256	100%	1,309	100%	0.98%	136,931	100%	1,332	100%	0.97%
贷款总额	381,136		4,926		1.29%	400,467		5,041		1.26%

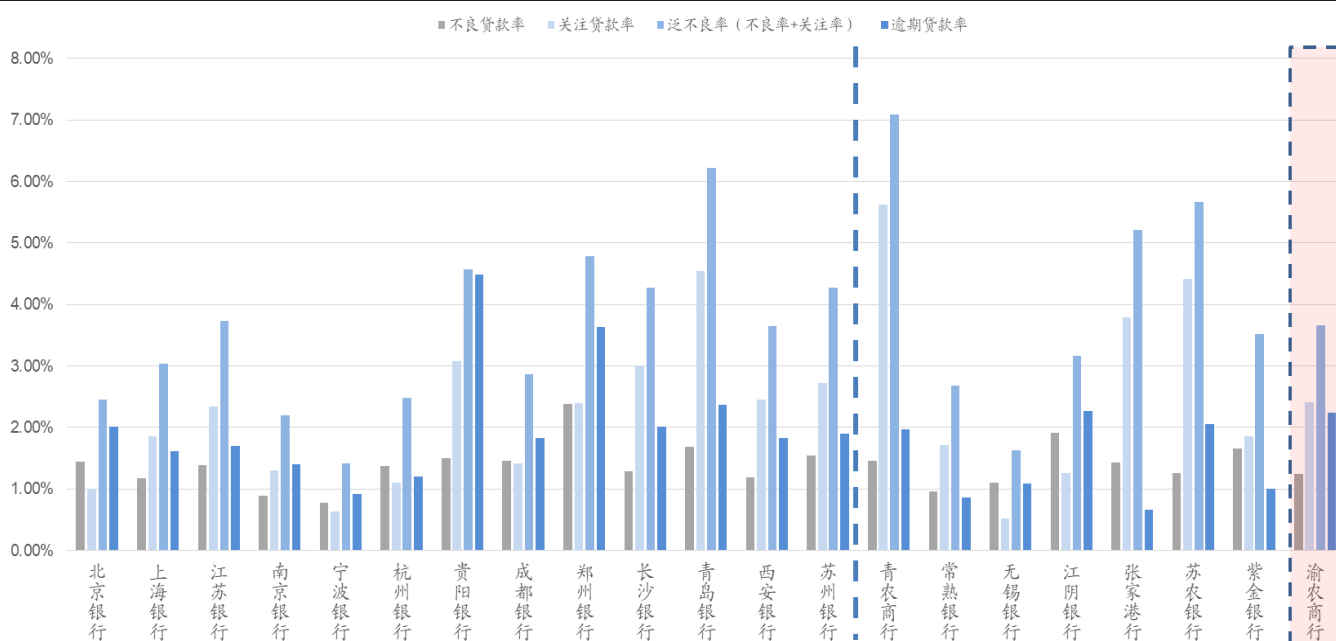
数据来源: 渝农商行 A 股 IPO 招股意向书, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

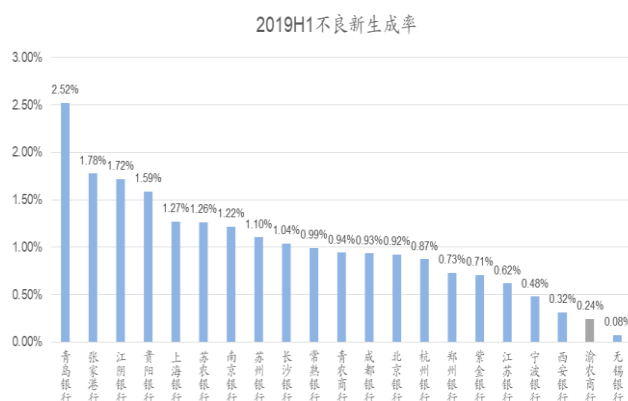
2019H1重庆农商行不良贷款余额51.69亿元，不良贷款率为1.25%，关注类贷款100.14亿元，关注贷款率2.41%，合计泛不良率（不良贷款率+关注贷款率）为3.66%，在上市中小银行中处于中游水平。不过从趋势上来看，重庆农商行2018以前不良率长期低于1%，长期大幅好于同业，资产质量出现较大恶化是由于2016-2018年重庆GDP出现断崖式下行，重庆地区经济出现困难后，企业经营出现一定困难，重庆农商行的不良率在2018年底达到1.29%的近年来的高位，不良生成率也高达1.36%（18H1不良生成率1.75%）；随着2019年重庆地区经济增长大幅下滑得到遏制，出现企稳迹象，预计重庆农商行较好的风控能力仍将保持资产质量处于较好水平，2019H1不良生成率已经降为0.24%，不良率也回落至1.25%。

图 21：重庆农商行与可比上市银行的资产质量情况对比（百分比）



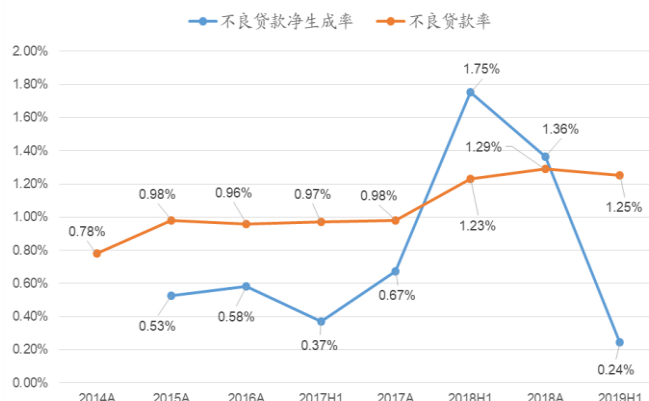
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 22：2019H1重庆农商行不良生成率在上市可比中小银行同业中处于较低水平，不良生成率仅为0.24%（百分比）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 23：2018年重庆地区GDP增速大幅放缓，重庆农商行不良生成率大幅上升，2019H1随着重庆经济企稳，重庆农商行不良生成率企稳（百分比）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

不良的确认情况来看，在资产规模1万亿以上的可比同业中，重庆农商行处于领先水平，19H1逾期90天以上贷款/不良贷款的比例仅为78.82%，不良确认较为充分。

表 9：在1万亿资产规模的可比银行中不良偏离度表现优异（百分比）

逾期 90 天以上贷款/不良贷款	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
北京银行	78.53%	90.18%	92.72%	75.06%	104.24%	92.26%	78.75%
上海银行	93.75%	96.75%	89.07%	87.84%	69.84%	79.03%	92.43%
江苏银行	119.47%	144.18%	153.33%	142.36%	96.56%	86.51%	90.79%
南京银行	79.01%	85.03%	97.40%	119.94%	112.07%	93.98%	95.59%
宁波银行	83.49%	113.89%	117.47%	82.44%	78.17%	82.43%	96.45%
杭州银行	132.97%	119.18%	169.18%	164.73%	119.40%	74.07%	74.67%
贵阳银行	105.01%	99.15%	134.00%	118.83%	99.39%	80.92%	71.42%
成都银行	76.12%	134.04%	188.79%	144.35%	130.74%	98.00%	74.75%
郑州银行	116.28%	105.96%	110.12%	129.38%	171.13%	95.36%	83.67%
长沙银行	78.25%	75.53%	116.63%	107.49%	84.25%	93.30%	94.06%
青岛银行	83.55%	95.97%	115.70%	125.06%	118.25%	98.34%	78.59%
西安银行	98.19%	79.82%	142.84%	120.65%	101.65%	92.41%	98.34%
苏州银行	95.70%	196.43%	141.48%	126.48%	109.92%	80.72%	93.18%
青农商行	64.10%	96.48%	88.46%	98.43%	91.64%	77.22%	77.49%
紫金银行	92.98%	79.43%	68.19%	70.12%	76.12%	55.85%	48.39%
常熟银行	56.81%	46.30%	105.62%	91.23%	73.83%	66.83%	58.49%
无锡银行	84.82%	109.27%	95.79%	92.35%	97.14%	82.48%	75.05%
江阴银行	39.31%	59.06%	92.11%	103.93%	91.46%	88.03%	89.98%
张家港行	61.63%	69.91%	128.73%	94.15%	62.20%	43.64%	26.99%
苏农银行	84.30%	92.07%	121.36%	77.03%	79.71%	69.84%	64.47%
渝农商行	59.34%	70.66%	98.90%	95.03%	104.79%	70.88%	78.82%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

重庆农商行2019H1拨备覆盖率369%，远高于商业银行同业的190.6%和农村金融机构的131.5%，在A股已上市的农商行中仅低于常熟银行，高于其他7家已上市农商行326.5%的平均值。拨贷比4.59%，在A股已上市农商行中仅低于江阴银行，高于其他可比同业。

表 10：重庆农商行拨备覆盖率369%、拨贷比4.59%均处于可比同业前列（百分比）

拨备覆盖率	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
北京银行	385.91%	324.22%	278.39%	256.06%	265.57%	217.51%	212.53%
上海银行	290.35%	260.55%	237.70%	255.50%	272.52%	332.95%	334.14%
江苏银行	224.81%	207.00%	192.06%	180.56%	184.25%	203.84%	217.57%
南京银行	298.51%	325.72%	430.95%	457.32%	462.54%	462.68%	415.50%
宁波银行	254.88%	285.17%	308.67%	351.42%	493.26%	521.83%	522.45%
杭州银行	212.48%	196.75%	193.43%	186.76%	211.03%	256.00%	281.56%
贵阳银行	556.84%	400.43%	239.98%	235.19%	269.72%	266.05%	261.04%
成都银行	362.24%	252.25%	159.98%	155.35%	201.41%	237.01%	237.96%
郑州银行	425.54%	301.66%	258.55%	237.38%	207.75%	154.84%	158.44%

长沙银行	286.88%	210.94%	234.00%	263.05%	260.00%	275.40%	285.64%
青岛银行	365.24%	242.32%	236.13%	194.01%	153.52%	168.04%	150.42%
西安银行	385.19%	318.58%	223.31%	202.70%	203.08%	216.53%	248.66%
苏州银行	296.58%	203.43%	204.18%	186.65%	201.90%	174.33%	204.61%
青农商行	211.13%	189.89%	205.18%	259.66%	272.16%	290.05%	308.36%
常熟银行	339.52%	309.74%	213.79%	234.83%	325.93%	445.02%	453.53%
无锡银行	252.75%	220.15%	227.92%	200.77%	193.77%	234.76%	286.11%
江阴银行	236.63%	171.97%	169.72%	170.14%	192.13%	233.71%	264.93%
张家港行	294.45%	211.03%	172.02%	180.36%	185.60%	223.85%	232.62%
苏农银行	239.85%	211.63%	188.83%	187.46%	201.50%	248.18%	267.02%
紫金银行	186.28%	180.02%	195.49%	242.25%	245.73%	229.58%	225.25%
渝农商行	430.60%	459.79%	420.03%	428.37%	431.24%	347.79%	368.76%
商业银行	282.70%	232.06%	181.18%	176.40%	181.42%	186.31%	190.61%
大型商业银行		232.73%	171.72%	162.61%	180.45%	220.08%	250.69%
股份制商业银行		217.98%	180.99%	170.40%	179.98%	187.41%	193.01%
城市商业银行		249.33%	221.27%	219.89%	214.48%	187.16%	149.26%
农村金融机构		236.52%	189.63%	199.10%	164.31%	132.54%	131.52%
拨贷比	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
北京银行	2.51%	2.79%	3.11%	3.33%	3.30%	3.18%	3.08%
上海银行	2.38%	2.55%	2.83%	3.00%	3.13%	3.80%	3.94%
江苏银行	2.58%	2.69%	2.74%	2.59%	2.60%	2.83%	3.02%
南京银行	2.66%	3.06%	3.57%	3.99%	3.98%	4.12%	3.70%
宁波银行	2.27%	2.54%	2.85%	3.21%	4.04%	4.07%	4.08%
杭州银行	2.52%	2.35%	2.64%	3.03%	3.36%	3.71%	3.89%
贵阳银行	3.29%	3.24%	3.55%	3.33%	3.61%	3.59%	3.92%
成都银行	2.61%	3.00%	3.76%	3.43%	3.40%	3.65%	3.47%
郑州银行	2.24%	2.26%	2.85%	3.11%	3.11%	3.82%	3.79%
长沙银行	2.68%	2.70%	2.85%	3.13%	3.21%	3.55%	3.68%
青岛银行	2.74%	2.76%	2.81%	2.64%	2.59%	2.82%	2.53%
西安银行	2.51%	2.50%	2.64%	2.58%	2.52%	2.60%	2.96%
苏州银行	2.62%	2.78%	3.03%	2.78%	2.89%	2.93%	3.17%
青农商行	4.84%	4.55%	4.88%	5.21%	5.06%	4.55%	4.50%
常熟银行	3.35%	3.05%	3.16%	3.30%	3.72%	4.41%	4.35%
无锡银行	2.59%	2.64%	2.67%	2.80%	2.67%	2.91%	3.18%
江阴银行	2.82%	3.29%	3.68%	4.10%	4.60%	5.02%	5.06%
张家港行	3.18%	3.19%	3.37%	3.54%	3.30%	3.29%	3.33%
苏农银行	3.24%	3.58%	3.52%	3.34%	3.31%	3.25%	3.36%
紫金银行	5.40%	4.87%	4.47%	4.79%	4.52%	3.88%	3.74%
渝农商行	3.46%	3.58%	4.11%	4.10%	4.21%	4.50%	4.59%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

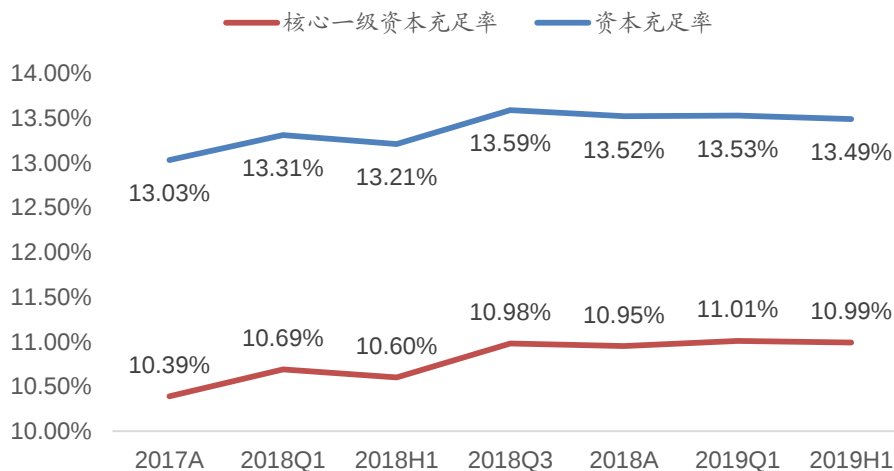
六、预计 A 股 IPO 后，核心一级资本充足率提高 1.47pcts

根据《商业银行资本管理办法（试行）》，重庆农商行核心一级资本充足率应不低于 7.5%，一级资本充足率应不低于 8.5%，资本充足率应不低于 10.5%。截至2019年6月30日，公司的核心一级资本充足率、一级资本充足率分别为10.99%、11.00%，均较上年末上升0.04pcts，资本充足率为13.49%，较上年末下降0.03pcts。公司的各级资本充足率均高于最低监管要求，且核心一级资本实力在A股上市城农商行中较强。

但考虑到未来重庆地区银行业基本面变化将受到经济增长放缓的主导，利润增速预计呈回落态势，公司也可能面临资本内生动力趋弱的局面。同时，随着国内外经济金融形势复杂多变，银行资本方面的监管力度也不断加强。预计本次A股IPO完成后，公司的监管安全边际和风险抵御能力将进一步提高。

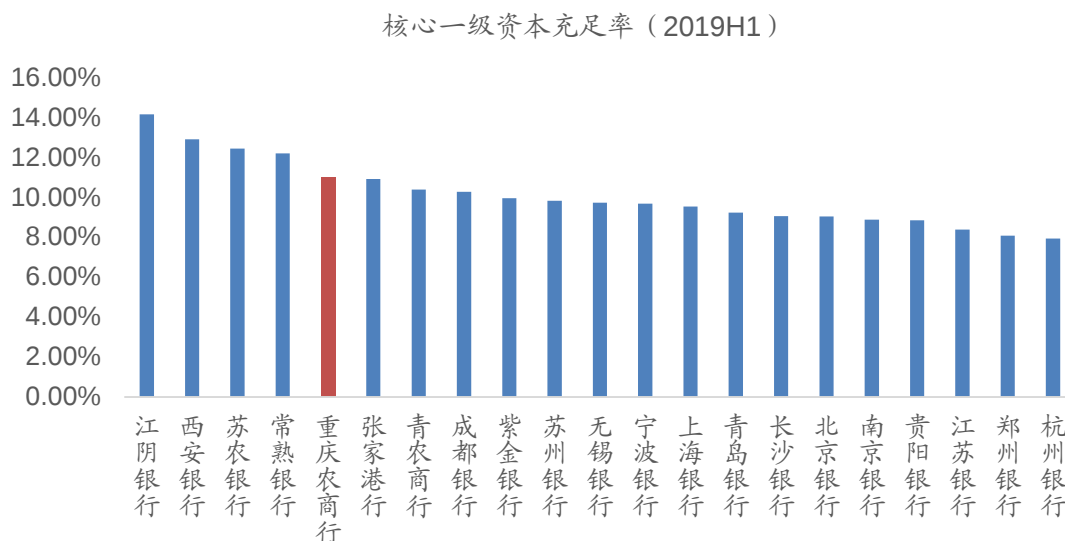
据我们测算，以重庆农商行截至2019年6月30日的财务数据为基础，按照最新一期经过审计的每股净资产为7.37元/股（招股意向书披露值），假设发行市净率为1倍，预计募集资金总额为100.01亿元，在不考虑发行费用的影响下，A股IPO后预计提升各级资本充足水平1.47pcts。

图 24：重庆农商行核心一级资本充足率、资本充足率（百分比）



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图 25: 2019H1重庆农商行核心一级资本充足率处于A股上市城农商行上游水平（百分比）



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

表 11: 重庆农商行A股IPO对公司资本监管指标的影响的静态模拟测算

基准日：2019年6月30日		
百万元，百分比	发行前	发行后
核心一级资本净额	74,810	84,811
一级资本净额	74,927	84,928
资本净额	91,869	101,870
风险加权资产	680,929	680,929
核心一级资本充足率	10.99%	12.46%
一级资本充足率	11.00%	12.47%
资本充足率	13.49%	14.96%

数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

七、投资建议与风险提示

关键细分假设及盈利预测：

（1）规模增速方面：在政策引导金融机构加大对实体经济的支持力度的背景下，银行信贷投放动力依然较强，但考虑到重庆地区有效需求不足，不良压力积聚，预计信贷增速稳中趋缓；金融去杠杆与严监管背景下，同业资产预计保持低速增长，投资类资产随着结构调整告一段落，规模增速趋势性恢复。综合来看，2018年投资类资产结构调整完成后，预计生息资产规模回归至正常增速后稳健增长。存款方面，2018年存款增速下滑主要归因于重庆地区存款增速放缓，但我们认为随着M2增速回升，行业存款增速将企稳，同时考虑到公司通过县域分支行吸纳存款的优势，预计存款增长向好，同业融入资金占比下降，计息负债在存款带动下恢复性增长。

(2) 净息差方面, 预计回归至正常水平后, 随着经济下行息差将有所收窄。

(3) 非息收入方面, 考虑到资管新规过渡期临近而新产品发行和培育投资者仍需一定时间, 预计后续公司的非息收入增速和对ROA的贡献度将有所下降。

(4) 拨备支出方面, 经济下行, 公司关注类贷款规模与占比均有所抬升, 同时监管也在不断强化, 预计不良生成和处置力度将继续加大, 考虑到公司拨备充足情况处于可比同业上游水平, 预计后续拨备计提压力不大。

综合来看, 暂不考虑A股IPO发行的情况下, 我们预计公司2019-2020年的归母净利润增速分别为17.89%、15.67%。

表 12: 重庆农村商业银行关键指标预测表

项目	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
贷款总额增速	11.85%	12.62%	12.65%	11.00%	10.80%
存款总额增速	10.20%	10.42%	7.69%	9.00%	8.50%
生息资产增速	12.19%	12.81%	5.85%	7.33%	7.66%
计息负债增速	12.22%	11.94%	4.99%	7.17%	7.20%
贷款收益率	5.44%	5.25%	5.37%	5.35%	5.30%
生息资产收益率	4.34%	4.61%	4.27%	4.43%	4.37%
存款付息率	1.64%	1.62%	1.72%	1.93%	1.95%
计息负债付息率	1.94%	2.28%	2.33%	2.46%	2.42%
净息差 (测算值)	2.56%	2.52%	2.15%	2.21%	2.20%
净手续费收入增速	41.70%	8.37%	-10.01%	16.00%	13.00%
拨备支出/平均贷款	0.94%	1.16%	1.72%	1.78%	1.60%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心; 注: 贷款收益率、生息资产收益率、存款付息率、计息负债付息率以及净息差为测算值

表 13: 重庆农商行可比公司估值 (统计截至2019年9月16日收盘)

公司代码	公司名称	货币	股价	归母净利润 (亿元)			PB 估值水平 (倍)		
			2019/9/16	2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E
601169.SH	北京银行	CNY	5.51	187.33	200.02	217.14	0.74	0.67	0.60
601229.SH	上海银行	CNY	9.28	153.28	180.34	207.66	0.57	0.72	0.71
600919.SH	江苏银行	CNY	6.88	118.75	130.65	147.65	0.87	0.77	0.64
601009.SH	南京银行	CNY	8.36	96.68	110.73	127.18	1.23	1.04	0.91
002142.SZ	宁波银行	CNY	24.37	93.34	111.86	132.37	2.45	1.96	1.62
600926.SH	杭州银行	CNY	8.48	45.50	54.12	61.19	0.74	0.92	0.81
601997.SH	贵阳银行	CNY	8.74	45.31	51.37	62.19	0.81	0.67	0.76
601838.SH	成都银行	CNY	8.39	39.09	46.49	63.19	1.09	0.97	0.67
002936.SZ	郑州银行	CNY	4.90	42.80	30.59	64.19	1.07	1.01	0.36
601577.SH	长沙银行	CNY	8.97	39.31	44.79	65.19	1.19	0.99	0.62
002948.SZ	青岛银行	CNY	6.03	19.00	20.23	66.19	1.38	1.28	0.39
600928.SH	西安银行	CNY	7.81	21.31	23.62	67.19	1.77	1.57	0.47
002966.SZ	苏州银行	CNY	10.73	21.10	22.42	68.19	1.51	1.37	0.61
002958.SZ	青农商行	CNY	6.47	21.36	24.19	69.19	1.89	1.58	0.35

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

601860.SH	紫金银行	CNY	6.77	11.38	12.54	70.19	2.24	2.02	0.35
601128.SH	常熟银行	CNY	7.41	12.64	14.86	71.19	1.57	1.37	0.36
600908.SH	无锡银行	CNY	5.45	9.95	10.96	72.19	1.09	0.98	0.25
002807.SZ	江阴银行	CNY	4.52	8.08	8.57	73.19	0.87	0.79	0.20
002839.SZ	张家港行	CNY	5.69	7.63	8.35	74.19	1.24	1.09	0.24
603323.SH	苏农银行	CNY	5.41	7.31	8.02	75.19	0.94	0.86	0.22

注：银行归母净利润和 PB 估值预测均来源于 Wind 一致盈利预期。

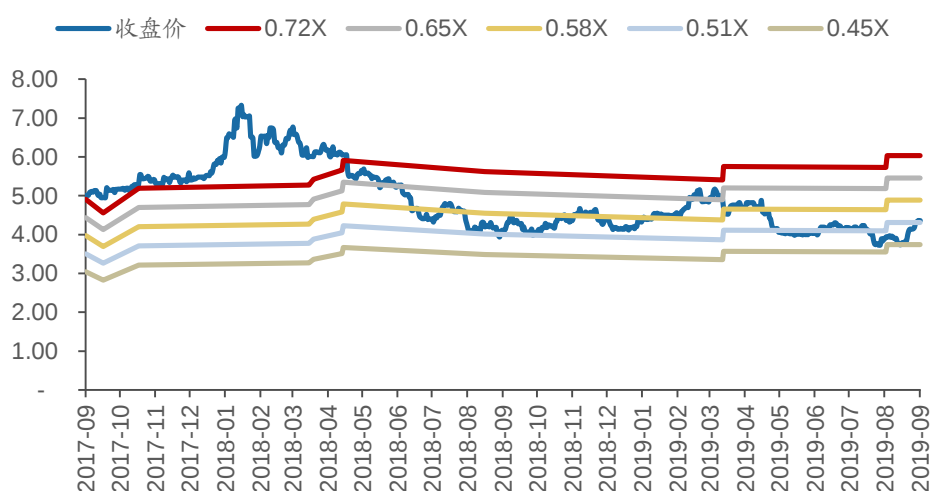
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

投资建议：

县域和主城区业务协同效应成就重庆农商行行业上游的盈利能力。区域领先的县域分销网点数和县域覆盖率为重庆农商行带来稳定低价的存款来源，资产端一方面向风险收益更优的主城地区倾斜，另一方面配置标准化投资类资产（债券占比78.1%），在重庆地区有效信贷需求不足的大背景下获得超额收益。重庆农商行贷款投放集中于基建和制造业，总体风险可控，随着重庆地区经济下行压力边际减弱，不良率和不良生成率19H1均出现回落，不良贷款确认充分，拨备水平远高于同业。资本方面，公司核心一级资本实力在A股上市城农商行中较强，预计A股IPO后核心一级资本充足率提高1.47pcts，监管安全边际和风险抵御能力将进一步提高。

若不考虑公司A股IPO的影响，我们预计公司2019/2020年归母净利润增速分别为17.89%和15.67%，EPS分别为1.07/1.24元/股，BVPS分别为7.96/8.97元/股。2019年9月16日收盘价对应2019/2020年PE分别为3.62X/3.13X，PB分别为0.49X/0.43X。公司近2年动态PB估值中枢0.66倍，我们按照2019年0.66倍PB估算，合理价值为4.78HKD/股，给予“买入”评级。

图 26：重庆农商行PB-Band（截至2019年9月12日收盘）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：PB-Band 以 HKD 为货币单位

风险提示：1、重庆地区经济超预期下滑，导致资产质量风险暴露超预期；2、县域存款竞争加剧，存款成本大幅上升。

附表：重庆农村商业银行盈利预测表（每股指标单位：人民币元/股，其他指标单位：百万元人民币）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
价值评估（倍）						利润表					
P/E	4.11	4.25	3.62	3.13	2.78	净利息收入	21,501	20,014	21,875	23,391	24,808
P/B	0.61	0.55	0.49	0.43	0.38	利息收入	39,288	39,720	43,936	46,593	49,046
P/PPOP	2.80	2.70	2.47	2.15	1.91	利息支出	17,788	19,706	22,062	23,201	24,239
每股指标						净手续费收入	2,296	2,066	2,396	2,708	3,060
EPS	0.89	0.91	1.07	1.24	1.39	净其他非息收入	191	4,012	1,605	2,086	2,399
BVPS	6.32	7.07	7.96	8.97	10.12	营业收入	23,988	26,092	25,876	28,185	30,267
PPOPPS	1.57	1.80	2.02	2.23	2.42	营业支出	12,040	14,361	12,823	13,030	12,896
DPS	0.20	0.20	0.24	0.28	0.31	税金及附加	188	245	232	258	288
股息支付率	22.38%	22.08%	22.08%	22.08%	22.08%	业务及管理费	8,141	7,920	5,434	5,637	5,751
股息收益率	5.17%	5.17%	6.19%	7.18%	8.13%	营业利润	11,948	11,731	13,053	15,155	17,370
驱动性因素						营业外净收入	12	41	0	0	0
贷款增长	12.62%	12.65%	11.00%	10.80%	9.00%	拨备前利润	15,670	17,968	20,210	22,290	24,228
存款增长	10.42%	7.69%	9.00%	8.50%	8.00%	资产减值损失	3,711	6,196	7,157	7,134	6,858
生息资产增长	12.81%	5.85%	7.33%	7.66%	6.30%	利润总额	11,960	11,772	13,053	15,155	17,370
计息负债增长	11.94%	4.99%	7.17%	7.20%	7.05%	所得税	2,951	2,608	2,219	2,576	3,127
平均贷款收益率	5.25%	5.37%	5.35%	5.30%	5.25%	净利润	9,008	9,164	10,834	12,579	14,244
平均生息资产收益率	4.61%	4.27%	4.43%	4.37%	4.30%	归母净利润	8,936	9,058	10,679	12,353	13,913
平均存款付息率	1.62%	1.72%	1.93%	1.95%	1.98%	资产负债表					
平均计息负债付息率	2.28%	2.33%	2.46%	2.42%	2.36%	贷款总额	338,347	381,136	423,061	468,751	510,939
净息差（NIM）	2.52%	2.15%	2.21%	2.20%	2.18%	贷款减值准备	14,235	17,133	21,581	25,029	26,077
净利差（Spread）	2.33%	1.94%	1.97%	1.96%	1.95%	贷款净额	324,110	364,026	401,479	443,722	484,862
净手续费收入增速	8.37%	-10.01%	16.00%	13.00%	13.00%	投资类资产	317,487	312,372	337,362	359,291	377,255
净非息收入/营收	10.37%	23.29%	15.46%	17.01%	18.04%	存放央行	97,012	85,935	87,311	94,732	102,311
成本收入比	33.94%	30.35%	21.00%	20.00%	19.00%	同业资产	150,465	176,752	178,520	182,090	183,911
拨备支出/平均贷款	1.16%	1.72%	1.78%	1.60%	1.40%	其他资产	16,264	11,532	18,475	19,883	14,351
实际所得税率	24.68%	22.15%	17.00%	17.00%	18.00%	生息资产	903,311	956,196	1,026,253	1,104,864	1,174,416
业绩年增长率						资产合计	905,338	950,618	1,026,399	1,104,627	1,182,984
净利息收入	10.80%	-6.92%	9.30%	6.93%	6.06%	存款	572,184	616,166	671,621	728,709	787,006
净手续费收入	8.37%	-10.01%	16.00%	13.00%	13.00%	向央行借款	31,338	30,455	30,455	30,455	30,455
营业收入	10.52%	8.77%	-0.83%	8.92%	7.39%	同业负债	116,013	58,295	60,044	63,046	66,199
营业支出	8.20%	19.28%	-10.71%	1.61%	-1.02%	发行债券	103,901	159,609	164,398	170,974	179,522
拨备前利润	17.63%	14.66%	12.48%	10.29%	8.70%	计息负债	823,437	864,525	926,517	993,183	1,063,181
利润总额	12.35%	-1.57%	10.88%	16.11%	14.62%	负债合计	840,532	878,469	945,426	1,013,452	1,080,329
净利润	12.59%	1.73%	18.22%	16.11%	13.23%	股东权益合计	64,806	72,149	80,973	91,174	102,655
归母净利润	12.48%	1.37%	17.89%	15.67%	12.63%	资产质量					
盈利能力						不良贷款余额	3,301	4,926	5,266	5,810	6,094
ROAA	1.05%	0.99%	1.10%	1.18%	1.25%	不良贷款率	0.98%	1.29%	1.24%	1.24%	1.19%
ROAE	15.61%	13.47%	14.21%	14.59%	14.57%	不良净生成率	0.67%	1.36%	0.80%	1.00%	1.30%
RORWA	1.57%	1.45%	1.62%	1.78%	1.92%	拨备覆盖率	431%	348%	410%	431%	428%
资本状况						拨贷比	4.21%	4.50%	5.10%	5.34%	5.10%
资本充足率	13.03%	13.52%	14.40%	15.44%	16.63%	流动性					
一级资本充足率	10.40%	10.96%	11.84%	12.86%	14.01%	存贷比	59.13%	61.86%	62.99%	64.33%	64.92%
核心一级资本充足率	10.39%	10.95%	11.62%	12.42%	13.34%	贷款/总资产	37.37%	40.09%	41.22%	42.44%	43.19%
加权风险资产	613,437	647,419	686,264	724,009	760,209	投资类资产/总资产	35.07%	32.86%	32.87%	32.53%	31.89%
风险加权系数	67.76%	68.11%	66.86%	65.54%	64.26%	同业资产/总资产	16.62%	18.59%	17.39%	16.48%	15.55%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

广发银行业研究小组

倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008 年开始从事银行业研究，2018 年进入广发证券发展研究中心。

屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012 年开始从事银行业研究，2015 年进入广发证券发展研究中心。

万 思 华：高级分析师，厦门大学会计硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

王 先 爽：联系人，复旦大学金融学硕士，2016 年进入银行业研究，2018 年进入广发证券发展研究中心。

李 佳 鸣：联系人，南加州大学金融工程硕士，2019 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。