

601077.SH

增持

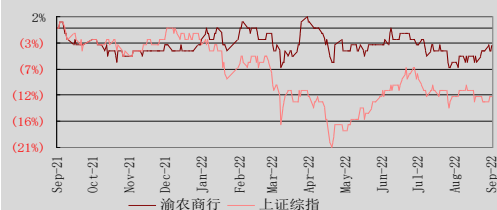
原评级: 增持

市场价格: 人民币 3.63

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 其他非息高增, 核心一级资本提升

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.3	3.1	(0.0)	(3.0)
相对上证指数	11.2	3.2	0.9	9.0

发行股数(百万)	11,357
流通股(%)	52
总市值(人民币 百万)	41,226
3个月日均交易额(人民币 百万)	126
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	22

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2022年9月8日收市价为标准

相关研究报告

《渝农商行: 零售占比持续提升, 资产质量压力缓解》20220331

《渝农商行: ROE 同比提升, 零售积极投放》20210828

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 农商行 II

证券分析师: 林媛媛

(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521060001

联系人: 丁黄石

(86755)82560525

huangshi.ding@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122030036

渝农商行

其他非息高增, 核心一级资本提升

渝农商行中报盈利增长 11.3%, 带动 ROE 同比上升 0.5 个百分点至 12.43%, 核心一级资本 12.82%, 大幅提升 0.83 个百分点。公司业绩贡献主要来自规模、其他非息、拨备和税收。中报看, 资产端互联网贷款影响可控; 零售客户基础优势突出, 中收虽然受到理财收入影响, 但理财规模和其他手续费收入增长较好, 未来或仍比较乐观。与行业类似, 息差压力持续, 资产质量受到疫情冲击扰动, 存量风险持续出清。目前公司 PB 估值 2022 年 0.38X, 2023 年 0.34X, 估值受情绪影响, 公司基本面底部, 今明两年或逐步改善, 维持增持评级。

支撑评级的要点

- 盈利能力提高, 核心一级资本同比大幅提升

渝农商行中期归母净利润同比增长 11.3%, 带动 ROE 持续增长, 上半年 ROE 12.43%, 同比上升 0.5 个百分点。ROE 的增长和资产投放调整带动核心一级资本充足率 12.82%, 同比上升 0.83 个百分点, 风险加权资产同比增长 0.8%, 低于信贷增速, 或主要源于自营投资转向低权重资产。

- 手续费收入下降, 其他非息高增

手续费净收入同比下降 17.7%, 其中, 理财手续费大幅下降是主要原因, 其他分项保持较好增长。投资等相关其他非息收入上半年同比增长 86.1%, 上半年其他非息收入占比营收 9.8%, 较同比上升 4.5 个百分点。

- 信贷拨备加大计提, 非贷减值损失反哺利润

拨备覆盖率 376.83%, 较 1 季度上升 30.44 个百分点; 拨贷比 4.64%, 较 1 季度上升 32bp, 信贷风险抵补能力提升。信用减值损失 36.2 亿元, 同比下降 8.4%, 其中, 贷款减值损失 40.3 亿元, 同比上升 12.3%, 非贷部分减值正贡献 7.8 亿。

估值

- 受宏观环境和公司净利息收入下行影响, 我们调整公司 2022/2023 年 EPS 至 0.92/1.01 元 (原为 0.93/1.01 元), 目前股价对应 2022/2023 年 PB 为 0.38x/0.34x, 维持增持评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致资产质量恶化超预期; 监管管控超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	28,186	30,842	32,145	34,825	38,687
变动 (%)	5.84	9.42	4.22	8.34	11.09
净利润	8,401	9,560	10,432	11,502	12,972
变动 (%)	(13.92)	13.79	9.13	10.26	12.77
净资产收益率 (%)	9.28	9.87	10.00	10.09	10.26
每股收益 (元)	0.74	0.84	0.92	1.01	1.14
原预测			0.93	1.01	
变动 (%)			-1.1	-	
市盈率 (倍)	4.91	4.32	3.95	3.58	3.18
市净率 (倍)	0.44	0.41	0.38	0.34	0.31

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

业绩摘要:

渝农商行 2022 年中期归母净利润 63.8 亿元，同比增长 11.3%；净利息收入同比下降 2.4%，净手续费收入同比下降 17.7%，其它非息同比增长 86.1%；公司总资产较年初增长 4.0%，贷款较年初增长 5.9%，存款增长 8.1%；不良贷款率 1.23%，环比 1 季度下降 0.02 个百分点；拨备覆盖率 376.83%，环比 1 季度增长 30.44 个百分点；核心一级资本充足率 12.82%。

渝农商行中报盈利增长 11.3%，带动 ROE 同比上升 0.5 个百分点至 12.43%，核心一级资本 12.82%，大幅提升 0.83 个百分点。公司业绩贡献主要来自规模、其他非息、拨备和税收。中报看，资产端互联网贷款影响可控，增长平稳；零售客户基础优势突出，中收虽然受到理财收入影响，但理财规模和其他手续费收入增长较好，未来或仍比较乐观。与行业类似，息差压力持续，资产质量受到疫情冲击扰动，存量风险仍在暴露出清。目前公司 PB 估值 2022 年 0.38X，2023 年 0.34X，估值受情绪影响，公司基本面底部，今明两年或逐步改善，维持增持评级。

1、盈利能力提高，核心一级资本同比大幅提升

渝农商行中期归母净利润同比增长 11.3%，带动 ROE 持续增长，上半年 ROE 12.43%，同比上升 0.5 个百分点。ROE 的增长和资产投放调整带动核心一级资本充足率 12.82%，同比上升 0.83 个百分点，风险加权资产同比增长 0.8%，低于总资产和信贷增长，或主要源于自营投资转向低权重资产。

2、净利息收入同比下行，净息差承压收窄

息收入同比下降，净息差环比下降。上半年净利息收入同比下降 2.4%，2 季度单季同比下行 3.9%，净利息收入承压源于净息差收窄。公告上半年净息差 2.03%，较去年末降 14bp；测算 2 季度净息差 2.00，环比 1 季度下降 4bp。

息差收窄主要源于资产端收益下降。资产端收益率 4.12%，较去年末下降 15bp，贷款收益率 5.02%，较去年末下降 18bp，主要源于票据收益率的下降。同时非贷业务收益率也有所下行，其中，存拆放同业收益率 2.99%，较去年末下降 50bp。此外负债端成本率 2.21%，较去年末下降 5bp，主要源于主动负债的下降，存款成本压力持续，存款付息率 2.00%，较去年末上行 2bp 的影响，主要源于存款定期化，另外，对公定期存款付息有所上升。

公司资产规模增长放缓。总资产同比增长 7.5%，贷款同比增长 9.7%，增速均有所放缓；存款同比增长 8.4%，同比增速略有提升。平均余额来看，上半年生息资产同比增长 7.0%，贷款同比增长 7.9%，存款同比增长 6.3%，平均余额增速低于时点增速。

3、手续费收入下降，其他非息高增

手续费净收入同比下降 17.7%，其中，理财手续费大幅下降是主要原因，其他分项保持较好增长。理财手续费同比下降 63.6%，6 月末渝农商理财规模较年初增长 20%，理财收入下降可能受到市场环境资产收益率下降、压低手续费有关，也可能与理财监管等其他原因有关。公司代理及受托、银行卡收入同比分别上升 40.7%、70.6%，代理业务增长较好源于代销保险业务贡献，上半年代理保险收入 0.95 亿元，同比增长 31.94%。

投资等相关其他非息收入上半年同比增长 86.1%，2 季度单季同比增长 87.4%，上半年其他非息收入占比营收 9.8%，较同比上升 4.5 个百分点。上半年投资收益同比上升 182.7%，目前交易类资产占比总资产 4.8%，或仍有空间。

4、存量风险持续出清，边际压力略有上升

上半年不良贷款率 1.23%，较 1 季度下降 2bp，不良额与 1 季度基本持平；关注类贷款占比 1.75%，较上年下降 17bp；逾期贷款占比较年初上升 24BP 至 1.42%。关注贷款占比 1.75%，较上年末下降 17bp，逾期贷款占比 1.42%，较上年末上升 24bp。测算不良生成率为 0.68%，较上年末下降 101bp。

5、信贷拨备加大计提，非贷减值反哺利润

上半年拨备覆盖率 376.83%，较 1 季度上升 30.44 个百分点；拨贷比 4.64%，较 1 季度上升 32bp，信贷风险抵补能力提升。信用减值损失 36.2 亿元，同比下降 8.4%，贡献盈利，其中，贷款减值损失 40.3 亿元，同比上升 12.3%，非贷部分减值正贡献 7.8 亿。信用成本 1.34%，信贷增量拨备计提充分。

风险提示：

经济下行导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业，公司业务发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。

金融监管超预期。2021 年以来监管对政府隐性债务、房地产监管力度加大，同时继续引导银行让利实体经济，但若金融监管或者让利政策超市场预期，或将影响银行盈利表现。

主要比率(%)

每股指标 (RMB)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	4.91	4.32	3.95	3.58	3.18
PB	0.44	0.41	0.38	0.34	0.31
PB 扣除商誉					
EPS	0.74	0.84	0.92	1.01	1.14
BVPS	8.21	8.85	9.53	10.56	11.72
每股拨备前利润	1.79	1.94	1.98	2.15	2.39
驱动性因素(%):					
生息资产增长	10.06	11.64	8.24	10.29	10.31
贷款增长	16.20	14.63	9.70	9.00	9.00
存款增长	7.66	4.74	8.50	8.00	8.00
贷款收益率	5.21	5.30	5.12	4.95	5.02
生息资产收益率	4.22	4.29	4.00	3.92	3.94
存款付息率	2.00	1.99	2.02	1.99	1.99
计息负债付息率	2.21	2.34	2.20	2.18	2.21
净息差	2.23	2.18	2.01	1.91	1.83
风险成本	2.16	1.99	1.69	1.64	1.64
净手续费增速	4.11	8.19	1.30	3.80	6.13
成本收入比	27.09	27.52	28.90	28.90	28.90
所得税税率	14.89	13.23	13.23	13.23	13.23
盈利及杜邦分析(%):					
ROAA	0.79	0.81	0.80	0.79	0.78
ROAE	9.28	9.87	10.00	10.09	10.26
净利息收入	2.24	2.18	2.00	1.86	1.73
非净利息收入	0.36	0.38	0.42	0.49	0.55
营业收入	2.60	2.57	2.42	2.34	2.28
营业支出	0.73	0.73	0.72	0.70	0.68
拨备前利润	1.87	1.84	1.70	1.64	1.60
拨备	0.94	0.90	0.78	0.74	0.70
税前利润	0.93	0.93	0.92	0.91	0.90
税收	0.14	0.12	0.12	0.12	0.12
业绩年增长率(%):					
净利息收入	4.11	8.19	1.30	3.80	6.13
营业收入	5.84	9.42	4.22	8.34	11.09
拨备前利润	7.79	8.79	2.20	8.36	11.08
归属母公司利润	(13.92)	13.79	9.13	10.26	12.77
资产质量(%):					
不良率	1.46	1.23	1.47	1.18	1.08
拨备覆盖率	281.75	347.47	336.11	448.28	537.47
拨贷比	4.12	4.27	4.94	5.30	5.78
不良净生成率(测算)	2.57	1.69	1.00	0.70	0.70

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表 (人民币 百万元)

利润表:	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利息收入	45,859	51,749	52,911	56,709	62,934
利息支出	(21,610)	(25,514)	(26,335)	(29,123)	(33,659)
净利息收入	24,249	26,235	26,576	27,586	29,276
手续费净收入	2,903	2,724	2,179	2,833	3,683
营业收入	28,186	30,842	32,145	34,825	38,687
业务及管理费	(7,636)	(8,488)	(9,290)	(10,064)	(11,180)
拨备前利润	20,272	22,054	22,538	24,422	27,128
拨备	(10,210)	(10,853)	(10,316)	(10,945)	(11,930)
税前利润	10,063	11,201	12,223	13,477	15,198
税后利润	8,565	9,718	10,605	11,693	13,187
归属母公司净利	8,401	9,560	10,432	11,502	12,972
资产负债表					
贷款总额	507,886	582,166	638,637	696,114	758,764
贷款减值准备	(20,928)	(24,839)	(31,580)	(36,888)	(43,881)
贷款净额	486,957	557,335	607,056	659,226	714,884
债券投资	429,954	521,599	584,191	654,294	732,809
存放央行	62,224	58,442	65,912	71,185	76,880
同业资产	138,690	109,070	87,256	95,982	105,580
其他资产	18,101	19,405	46,097	101,741	180,480
生息资产	1,138,754	1,271,277	1,375,996	1,517,575	1,674,033
资产总额	1,135,926	1,265,851	1,390,512	1,582,428	1,810,633
存款	725,000	759,360	823,906	889,818	961,004
同业负债	130,826	163,025	195,630	244,537	305,672
发行债券	173,178	225,254	225,254	286,073	363,313
计息负债	1,029,004	1,147,955	1,245,162	1,420,867	1,630,493
负债总额	1,041,294	1,159,807	1,276,708	1,456,850	1,671,783
股本	11,357	11,357	11,357	11,357	11,357
资本公积	20,338	20,338	20,338	20,338	20,338
盈余公积	12,070	12,931	13,870	14,906	16,074
一般风险准备	14,056	15,881	16,414	17,728	19,146
未分配利润	36,094	40,452	46,664	56,008	66,609
股东权益	94,632	106,044	113,804	125,578	138,850
资本状况(%):					
资本充足率	14.28	14.77	15.34	15.59	15.85
核心一级资本充足	11.96	12.47	12.64	12.65	12.71
杠杆率	12.00	11.94	12.22	12.60	13.04
RORWA	1.14	1.22	1.29	1.34	1.40
风险加权系数	69.01	64.01	60.22	57.15	53.95

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371