

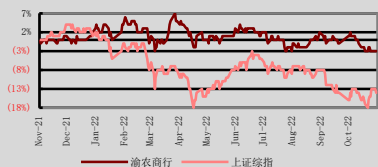
601077.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 3.48

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(3.9)	(3.9)	(0.6)	(2.1)
相对上证指数	12.5	(6.0)	5.4	10.9

发行股数(百万)	11,357
流通股(%)	52
总市值(人民币 百万)	39,522
3个月日均交易额(人民币 百万)	108
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 11 月 10 日收市价为标准

相关研究报告

《渝农商行: 其他非息高增, 核心一级资本提升》20220909

 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

林媛媛

(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521060001

渝农商行

收入端略承压, 资产质量平稳

渝农商行前三季度归母净利润同比增长 5.6%, 盈利增速放缓。拆分看, 营业收入同比下降 2.2%, 收入端转为下降, 拨备反哺力度加大。第一, 净利息收入同比下降 5.0%, 降幅扩大, 息收入压力主要来自息差同比下降。第二, 受市场影响, 手续费净收入同比下降 20.3%, 3 季度单季负增长幅度增大。第三, 其他非息同比增长 62.1%, 投资相关收益持续较快增长支撑收入。第四, 资产质量基本平稳。第五, 存量信贷拨备覆盖率 361.26%, 略有下降。第六, 公司核心一级资本充足率 12.96%, 高位有所增加, 主要加权风险资产增速较慢。公司在重庆地区客户基础扎实, 存量问题持续出清, 而在宏观经济和利率变化等压力下, 基本面底部改善态势受到宏观环境影响, 收入端受到压制和影响, 目前公司 PB2022N/2023N 分别 0.37/0.33X, 公司基本面未较大改变, 股价受市场情绪影响波动, 估值过度悲观, 维持增持评级。

支撑评级的要点

■ 息收入降幅扩大, 息差持续承压

前三季度净利息收入同比下降 5.0%, 3 季度单季息收入同比下降 10.1%, 降幅较上季度扩大。拆分来看, 利息收入降幅扩大, 利息支出由升转降, 资产压力或更大, 负债端降幅不及资产端, 息差同比压力加剧, 规模贡献略降, 导致息收入压力加大。

前 3 季度净息差同比下行, 预计 3 季度单季净息差环比继续下降。前 3 季度单季净息差 1.98%, 同比下降 27bp, 较上半年下降 5bp, 预计 3 季度单季净息差环比继续下降, 测算 3 季度单季度净息差 2%, 环比降 4bp。

■ 不良率持平, 不良余额微幅上升

3 季度不良率 1.23%, 较上季度持平。不良贷款余额环比上季度上升 1.98%。

估值

■ 根据三季报情况, 我们调整公司 2022/2023 年 EPS 至 0.88/0.92 元, 目前股价对应 2022/2023 年 PB 为 0.37/0.33 倍, 维持增持评级。

评级面临的主要风险

■ 房地产压力加剧、经济下行超预期。

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	30,611	31,569	32,447
变动 (%)	5.84	9.42	-0.75	3.13	2.78
净利润	8,401	9,560	9,987	10,481	10,847
变动 (%)	-13.92	13.79	4.46	4.95	3.49
净资产收益率 (%)	9.28	9.87	9.59	9.27	8.75
每股收益 (元)	0.74	0.84	0.88	0.92	0.96
原先预测摊薄每股收益 (元)			0.92	1.01	
调整幅度 (%)			-4.35	-8.91	
市盈率 (倍)	4.70	4.14	3.96	3.77	3.64
市净率 (倍)	0.42	0.39	0.37	0.33	0.31

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

季报摘要:

渝农商行 2022 年前三季度归母净利润 92.42 亿元，同比增长 5.6%。净利息收入同比下降 5.0%，净手续费收入同比下降 20.3%，其他非息收入同比上升 62.1%。营业收入同比下降 2.2%，总资产较年初增长 5.1%，贷款较年初增长 2.2%，存款增长 0.4%，不良率 1.23%，拨备覆盖率 361.26%，核心一级资本充足率 12.96%。

渝农商行前三季度归母净利润同比增长 5.6%，盈利增速放缓。拆分看，前三季度营收同比下降 2.2%，收入端转为下降，拨备反哺力度加大。第一，前三季度净利息收入同比下降 5.0%，降幅扩大，息收入压力主要仍来自息差同比下降。第二，受市场影响，前三季度手续费净收入同比下降 20.3%，3 季度单季负增长幅度增大。第三，前三季度其他非息同比增长 62.1%，投资相关收益持续较快增长支撑收入。第四，资产质量基本平稳。第五，三季度末存量信贷拨备覆盖率 361.26%，略有下降。第六，三季度末公司核心一级资本充足率 12.96%，高位有所增加，主要加权风险资产增速较慢。公司在重庆地区客户基础扎实，存量问题持续出清，而在宏观经济和利率变化等压力下，基本面底部改善态势受到宏观环境影响，收入端受到压制和影响，目前公司 PB2022N/2023N 分别 0.37/0.33X，公司基本面未较大改变，股价受市场情绪影响波动，估值过度悲观，维持**增持**评级。

1、前 3 季度净息差同比下行，预计 3 季度单季净息差环比继续下降

前三季度单季净息差 1.98%，同比下降 27bp，较上半年下降 5bp，预计 3 季度单季净息差环比继续下降，测算 3 季度单季度净息差 2%，环比降 4bp。

前三季度净利息收入同比下降 5%，3 季度单季息收入同比下降 10.1%，降幅较上季度有所扩大。利息收入降幅扩大，利息支出由升转降，资产压力或更大，负债端降幅不及资产端，息差同比压力加剧，规模贡献略降，导致息收入压力加大。

2、规模增长放缓，贷款增速相对较快

同比来看，前三季度生息资产同比增长 3.7%，较上季度同比增速下降 2.1 个百分点；贷款同比增长 8.9%，增速下降 0.8 个百分点。3 季度环比增速看，贷款环比增长较快，环比增长 2.2%。

负债端，按同比来看，前三季度存款同比增长 8.5%，增速提升 0.1 百分点，季度环比看，存款增长 0.4%。

3、投资收益带动其他非息高增

前三季度其他非息净收入 22.40 亿元，同比增长 62.1%，3 季度单季增长 28.6%。投资相关收入持续增长较快，与交易类占比增加相对应。

受制于外部环境，前三季度手续费净收入同比下降 20.3%，3 季度单季度手续费同比负增长 26.0%。

4、不良率持平，不良余额微幅上升

三季度末不良率 1.23%，较上季度持平；不良贷款余额环比上季度上升 2.0%。

5、拨备反哺力度加大，贷款拨备略有下降

前三季度资产减值损失同比下降 17.2%，降幅扩大，反哺力度加大。

三季度末拨备覆盖率 361.26%，较上季度下降 15.6 个百分点，拨贷比 4.44%，较上季度下降 20bp。

6、费用小幅上行

前三季度成本收入比为 28.92%，同比上升 2.7 个百分点，费用同比增速 7.9%，增速略有上升。

7、资本实力高位强化，盈利能力小幅下降

三季度末核心一级资本充足率 12.96%，同比增加 0.70 个百分点；一级资本和资本充足率 13.70%和 15.47%，同比增长 0.93 和 0.43 个百分点，加权风险资产同比增长 1.5%，增速较慢远低于贷款和总资产，分母慢增导致资本充足率上升。前三季度净资产收益率 ROAE 为 11.68%，同比下降 0.15 个百分点，总资产收益率 ROAA 为 0.97%，同比下降 0.02 个百分点。

风险提示：

房地产压力加剧和经济下行超预期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。

主要比率(%)

每股指标(RMB)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	4.70	4.14	3.96	3.77	3.64
PB	0.42	0.39	0.37	0.33	0.31
EPS	0.74	0.84	0.88	0.92	0.96
BVPS	8.21	8.85	9.49	10.43	11.40
每股拨备前利润	1.79	1.94	1.87	1.94	1.99
驱动性因素(%):					
生息资产增长	10.06	11.64	4.00	6.74	6.81
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	5.00	5.00
生息资产收益率	4.22	4.29	3.98	3.92	3.94
存款付息率	2.00	1.99	1.99	1.92	1.92
计息负债付息率	2.21	2.34	2.21	2.19	2.22
净息差	2.23	2.18	1.96	1.82	1.66
风险成本	2.16	1.99	1.60	1.50	1.40
净手续费增速	4.11	8.19	(3.25)	(1.89)	(2.58)
成本收入比	27.09	27.52	29.50	29.00	29.00
所得税税率	14.89	13.23	11.50	11.50	11.50
盈利及杜邦分析(%):					
ROAA	0.79	0.81	0.77	0.73	0.66
ROAE	9.28	9.87	9.59	9.27	8.75
净利息收入	2.24	2.18	1.93	1.70	1.46
非净利息收入	0.36	0.38	0.40	0.46	0.49
营业收入	2.60	2.57	2.32	2.16	1.95
营业支出	0.73	0.73	0.71	0.65	0.59
拨备前利润	1.87	1.84	1.61	1.51	1.36
拨备	0.94	0.90	0.74	0.69	0.61
税前利润	0.93	0.93	0.87	0.82	0.75
税收	0.14	0.12	0.10	0.09	0.09
业绩年增长率(%):					
净利息收入	4.11	8.19	(3.25)	(1.89)	(2.58)
营业收入	5.84	9.42	(0.75)	3.13	2.78
拨备前利润	7.79	8.79	(3.70)	3.82	2.69
归属母公司利润	(13.92)	13.79	4.46	4.95	3.49
资产质量(%):					
不良率	1.31	1.25	1.27	1.11	1.05
拨备覆盖率	314.94	340.25	369.30	454.52	510.15
拨贷比	4.12	4.27	4.68	5.03	5.35
不良净生成率(测算)	2.57	1.69	0.95	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)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润表:					
利息收入	45,859	51,749	51,596	53,542	57,459
利息支出	(21,610)	(25,514)	(26,215)	(28,641)	(33,200)
净利息收入	24,249	26,235	25,381	24,901	24,259
手续费净收入	2,903	2,724	2,179	2,397	2,637
营业收入	28,186	30,842	30,611	31,569	32,447
业务及管理费	(7,636)	(8,488)	(9,030)	(9,155)	(9,410)
拨备前利润	20,272	22,054	21,238	22,050	22,644
拨备	(10,210)	(10,853)	(9,766)	(10,011)	(10,184)
税前利润	10,063	11,201	11,471	12,039	12,460
税后利润	8,565	9,718	10,152	10,655	11,027
归属母公司净利	8,401	9,560	9,987	10,481	10,847
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)	(29,860)	(35,019)	(40,581)
贷款净额	486,957	557,335	608,776	661,094	718,183
债券投资	429,954	521,599	539,333	557,671	576,631
存放央行	62,224	58,442	56,850	61,397	66,309
同业资产	138,690	109,070	87,256	95,982	105,580
其他资产	18,101	19,405	75,190	177,861	308,374
生息资产	1,138,754	1,271,277	1,322,076	1,411,164	1,507,285
资产总额	1,135,926	1,265,851	1,367,406	1,554,006	1,775,078
存款	725,000	759,360	823,906	889,818	961,004
同业负债	130,826	163,025	105,966	132,458	165,572
发行债券	173,178	225,254	292,831	371,895	472,307
计息负债	1,029,004	1,147,955	1,223,074	1,394,610	1,599,387
负债总额	1,041,294	1,159,807	1,254,054	1,429,919	1,639,880
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	13,830	14,774	15,750
一般风险准备	14,056	15,881	16,414	17,071	18,437
未分配利润	36,094	40,452	46,251	55,305	63,990
股东权益	94,632	106,044	113,352	124,087	135,198
资本状况(%):					
资本充足率	14.28	14.77	15.29	16.04	16.11
核心一级资本充足率	11.96	12.47	12.59	12.98	12.86
杠杆率	12.00	11.94	12.06	12.52	13.13
RORWA	1.14	1.22	1.23	1.25	1.22
风险加权系数	69.01	64.01	61.24	56.04	52.99

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士，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