

# 渝农商行 (601077.SH)

县域优势突出，零售特色鲜明

增持

## 核心观点

**渝农商行深耕重庆，县域优势突出。**渝农商行主要经营区域为重庆，其中县域为重点经营的优势区域。渝农商行在重庆市确立了较为领先的市场地位，是重庆市营业网点最多的商业银行，存贷款和资产总额居成渝地区本地银行之首。同时，渝农商行县域优势不断强化，县域存款占总存款比例从2017年的68%增长至2022年上半年的71%；县域贷款占比从2017年的45%增长至2022年上半年的50%。

**未来有望持续受益于成渝地区双城经济圈建设。**成渝地区经济体量大、发展潜力足，2021年中共中央、国务院印发《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》，明确指出成渝地区双城经济圈“在国家发展大局中具有独特而重要的战略地位”。重庆市经济体量大且增长较快，经济发展基础好，后续有望进一步受益于成渝地区双城经济圈建设。

**零售优势显著，加强科技赋能。**公司注重零售业务，明确以大零售为核心竞争力的战略定位，充分利用自身网点布局方面的优势，差异化发展零售业务，进行错位竞争。渝农商行积极运用金融科技，利用金融科技赋能，从传统的“银行-客户”(B2C)模式向“银行-商户-客户”(BBC)模式转变，打造BBC金融生态圈。

**从财务数据来看，公司零售特色仍然突出。**从财务分析来看，与其他上市农商行相比：(1)渝农商行业务综合化程度高，具有一定的城商行特征，比如资产端证券投资占比相对较高，负债端同业融资占比相对较高；(2)但总的来看，公司特色依然很鲜明，即零售特色突出。公司零售贷款占比在上市农商行中居于前列，存款中零售存款占比明显高于其他上市农商行。(3)从不良贷款率、关注贷款率、逾期率、“不良/逾期”和不良生成率五个指标来看，渝农商行的总体资产质量处于上市农商行中下水平，仍有改善空间。(4)从ROA和ROE来看，渝农商行的盈利能力在上市农商行中处于中下水平，盈利能力有待提升。

**盈利预测与估值：**我们预计公司2022-2024年归母净利润101/109/119亿元，同比增长6.2%/7.9%/8.3%，RPS为1.71/1.78/1.86元。综合考虑绝对估值与相对估值，我们认为公司合理股价在4.3-5.1元，维持“增持”评级。

**风险提示：**估值的风险、盈利预测的风险、财务风险、市场风险等。

## 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	28,186	30,842	29,656	30,885	33,262
(+/-%)	5.8%	9.4%	-3.8%	4.1%	7.7%
净利润(百万元)	8,401	9,560	10,148	10,945	11,853
(+/-%)	-13.9%	13.8%	6.2%	7.9%	8.3%
摊薄每股收益(元)	0.74	1.65	1.71	1.78	1.86
总资产收益率	0.79%	0.80%	0.79%	0.80%	0.80%
净资产收益率	9.4%	10.0%	9.7%	8.9%	8.4%
市盈率(PE)	4.5	2.0	1.9	1.9	1.8
股息率	6.7%	7.6%	8.1%	8.7%	9.5%
市净率(PB)	0.40	0.37	0.32	0.28	0.25

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·深度报告

### 银行·农商行 II

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	4.30 - 5.10元
收盘价	3.56元
总市值/流通市值	40431/29917百万元
52周最高价/最低价	4.12/3.44元
近3个月日均成交额	148.17百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

## 内容目录

公司概况：深耕重庆的大型农商行 .....	4
区域情况：受益成渝地区双城经济圈建设 .....	6
零售优势显著，加强科技赋能 .....	8
公司注重零售业务，进行错位竞争 .....	8
金融科技赋能，零售业务从 B2C 到 BBC .....	10
财务分析：零售特色仍然突出 .....	12
资产端：证券投资相对较多，贷款凸显零售特色 .....	12
负债端：存款占比相对偏低，个人存款优势明显 .....	14
资产质量表现一般 .....	15
公司盈利能力有待提升 .....	18
盈利预测 .....	19
假设前提 .....	19
未来三年业绩预测简表 .....	19
盈利预测的敏感性分析 .....	20
估值与投资建议 .....	20
绝对估值 .....	20
相对估值 .....	21
投资建议 .....	22
风险提示 .....	23
财务预测与估值 .....	24
免责声明 .....	25

**图表目录**

图 1: 渝农商行历史沿革	4
图 2: 渝农商行网点数量居重庆市首位	4
图 3: 渝农商行县域存款占比稳中有升	5
图 4: 渝农商行县域贷款占比稳中有升	5
图 5: 2021 年全国 GDP 前十名城市	6
图 6: 成渝城市群	7
图 7: 近年重庆市 GDP 及增速	7
图 8: 2021 年重庆市固定资产投资额居全国前列	8
图 9: 2021 年主要城市专精特新重点“小巨人”数量	8
图 10: 渝农商行明确以大零售为核心竞争力的战略定位	9
图 11: 成渝地区本地银行存款结构对比	10
图 12: 成渝地区本地银行贷款结构对比	10
图 13: 渝农商行金融科技助力业务发展	11
图 14: 新兴的 BBC 体系和传统的 B2C 体系对比	11
图 15: 渝农商行 BBC 金融体系	12
图 16: 2022 年上半年上市农商行资产规模	12
图 17: 2022 年上半年上市农商行生息资产结构	13
图 18: 渝农商行证券投资结构	13
图 19: 2022 年上半年上市农商行贷款结构	14
图 20: 2022 年上半年农商行计息负债结构	14
图 21: 2022 年上半年上市农商行存款结构	15
图 22: 2022 年上半年上市农商行不良贷款率	15
图 23: 2022 年上半年上市农商行关注贷款率	16
图 24: 2022 年上半年上市农商行逾期率	16
图 25: 2022 年上半年上市农商行“不良/逾期”	17
图 26: 2022 年上半年上市农商行不良生成率	17
图 27: 2022 年上半年上市农商行拨备覆盖率	18
图 28: 2021 年上市农商行 ROA	18
图 29: 2021 年上市农商行 ROE	19
图 30: 上市银行估值情况	22
表 1: 渝农商行前十大股东	6
表 2: 未来三年业绩预测简表 (单位: 百万元)	20
表 3: 归母净利润增速对净息差的敏感性分析	20
表 4: 一、二阶段假设 (百万元)	20
表 5: 折现率假设	21
表 6: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	21

## 公司概况：深耕重庆的大型农商行

重庆农村商业银行股份有限公司（简称“渝农商行”）有着悠久的历史。渝农商行前身是重庆市农村信用社，成立于1951年，总部位于山城重庆，至今已有70余年的历史。2003年，重庆成为全国首批农村信用社改革试点省市之一。2008年，重庆市农村信用社组建全市统一法人的农村商业银行——渝农商行。2010年，重庆农村商业银行（03618）成功在香港H股主板挂牌上市，成为全国首家上市农商行、西部首家上市银行。2019年10月，渝农商行（601077）成功在上海证券交易所主板挂牌上市，成为全国首家A+H股上市农商行、西部首家A+H股上市银行。

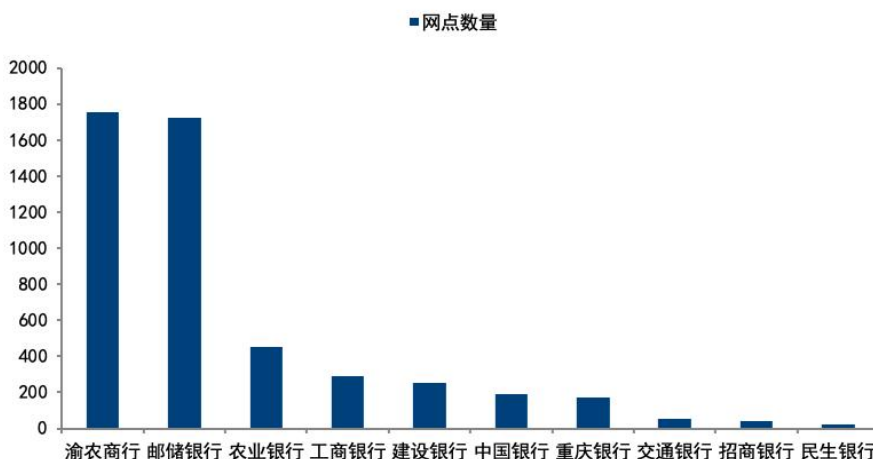
图1：渝农商行历史沿革



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

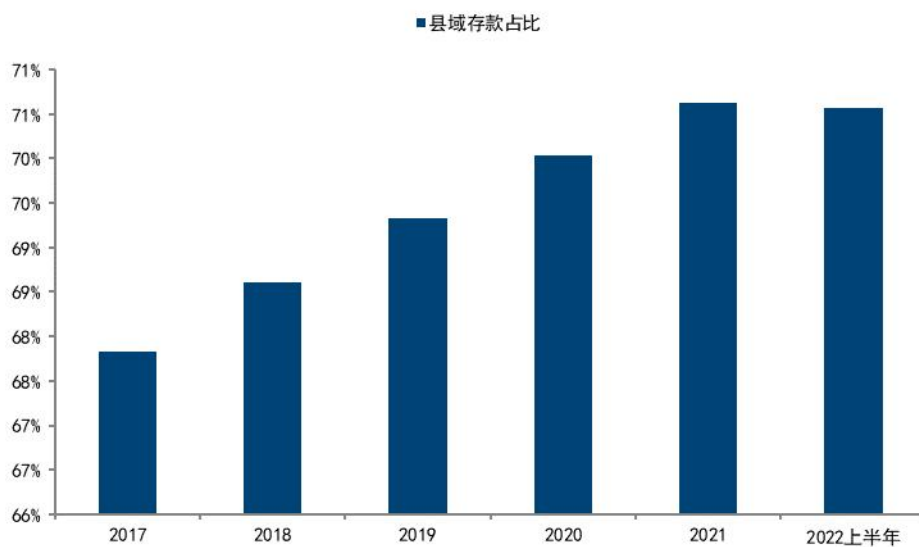
渝农商行主要经营区域在重庆，尤其是重庆县域地区。（1）从经营网点的数量和分布看，截至2022年6月末，渝农商行分支机构覆盖重庆全部行政区县，网点数量在重庆市排名第一。其中在重庆县域的网点占比达83%；（2）渝农商行县域业务贡献占比较高且稳中有升。县域存款占总存款比例从2017年的68%增长至2022年上半年的71%；县域贷款占比从2017年的45%增长至2022年上半年的50%。

图2：渝农商行网点数量居重庆市首位



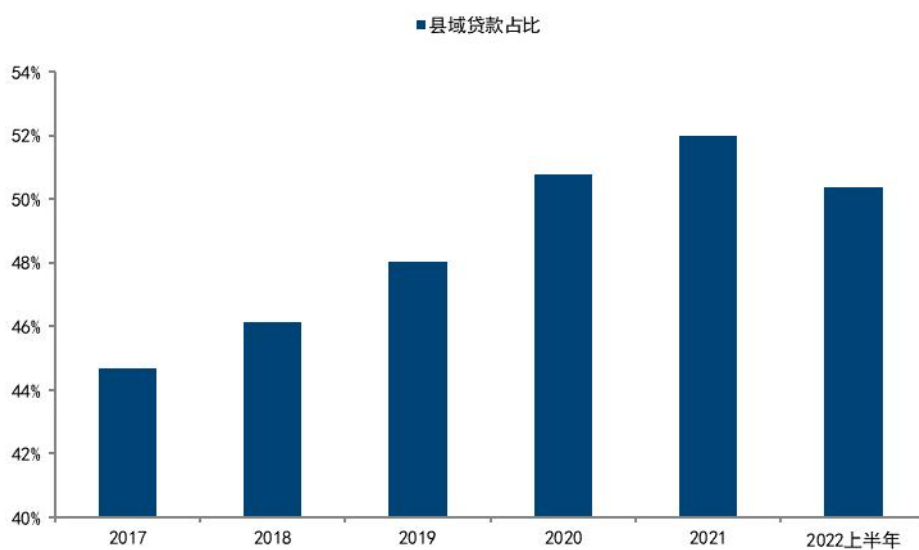
资料来源：银保监会，国信证券经济研究所整理

图3: 渝农商行县域存款占比稳中有升



资料来源: 公司年报、中报, 国信证券经济研究所整理

图4: 渝农商行县域贷款占比稳中有升



资料来源: 公司年报、中报, 国信证券经济研究所整理

截止 2022 年 12 月 22 日, 渝农商行持股 5%以上的股东共有三家, 均直接或间接隶属于重庆市国资委。

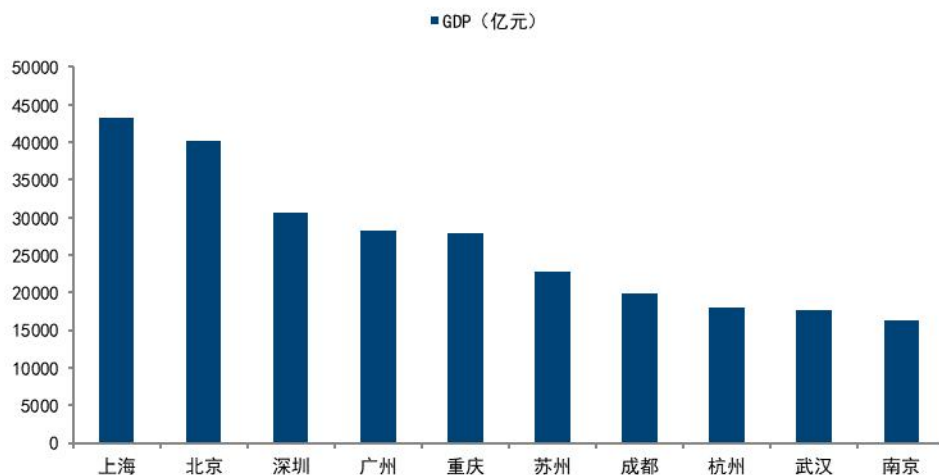
**表1：渝农商行前十大股东**

股东名称	期末持股数量	持股比例	股东性质
香港中央结算（代理人）有限公司	2,513,336,041	22.13%	境外法人
重庆渝富资本运营集团有限公司	988,000,000	8.70%	国有法人
重庆市城市建设投资（集团）有限公司	797,087,430	7.02%	国有法人
重庆发展置业管理有限公司	589,084,181	5.19%	国有法人
重庆发展投资有限公司	433,221,289	3.81%	国有法人
香港中央结算有限公司	239,944,809	2.11%	境外法人
厦门市汇尚泓股权投资有限公司	188,000,000	1.66%	境内非国有法人
重庆财信企业集团有限公司	160,000,000	1.41%	境内非国有法人
隆鑫控股有限公司	136,778,711	1.20%	境内非国有法人
重庆水务集团股份有限公司	125,000,000	1.10%	国有法人
合计	6,170,452,461	54.33%	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 区域情况：受益成渝地区双城经济圈建设

成渝地区经济体量大、发展潜力足。（1）从经济总量看，成都市和重庆市 GDP 均位列中国城市前十，其中重庆市 2021 年 GDP 为 2.79 万亿元，排名全国第五；（2）2022 年重庆和成都分别推出重大项目 850 个和 900 个，总投资分别为 2.6 万亿元和 2.5 万亿元，其中 2022 年内计划投资分别为 3600 亿元和 3475 亿元，后续仍有发力空间。2021 年中共中央、国务院印发《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》，明确指出成渝地区双城经济圈“在国家发展大局中具有独特而重要的战略地位”“把成渝地区双城经济圈建设成为具有全国影响力的重要经济中心、科技创新中心、改革开放新高地、高品质生活宜居地”。

**图5：2021 年全国 GDP 前十名城市**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



图6: 成渝城市群



资料来源：百度，国信证券经济研究所整理

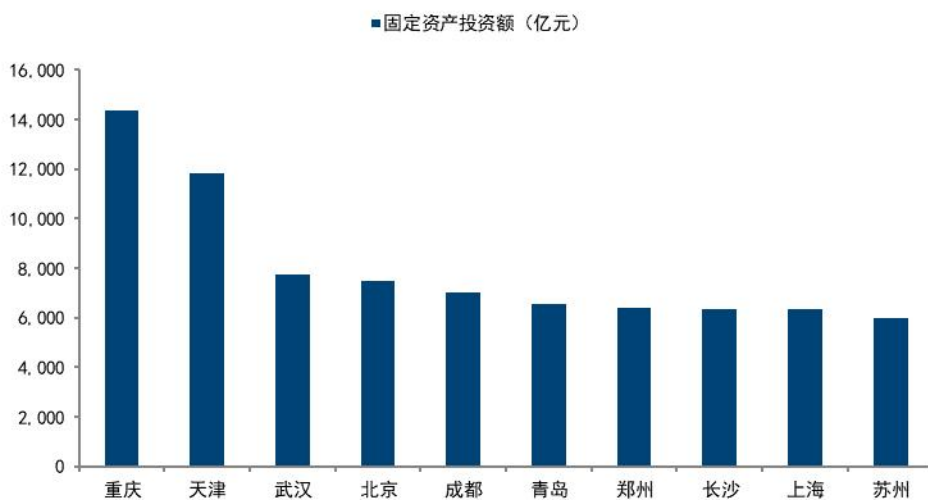
重庆市经济发展基础好，后续有望进一步受益于成渝地区双城经济圈建设。（1）重庆市经济体量大且增长较快，2016-2021年，重庆市GDP年均增长7.4%，其中高技术制造业增加值年均增长17.7%；（2）重庆市固定资产投资总量大且增长较快。2021年重庆市固定资产投资达到14353亿元，位列全国地级以上城市第一。2016-2021年，重庆市固定资产投资年均增长7.3%；（3）重庆市工业基础好。重庆市工业产业结构中，汽车、电子信息、装备制造、材料、生物医药等是重庆市的支柱产业，产业结构多元。重庆市国家级专精特新“小巨人”企业达到140家，专精特新重点“小巨人”数量为62个，居于全国前列。

图7: 近年重庆市 GDP 及增速



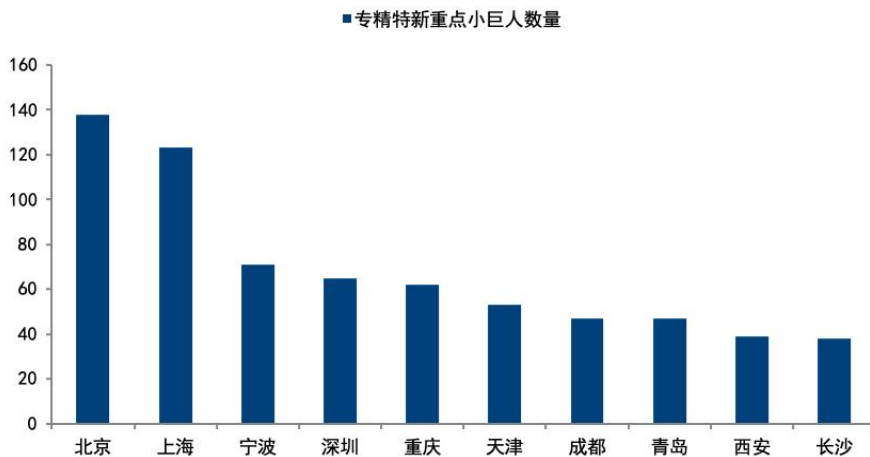
资料来源：重庆市统计局，国信证券经济研究所整理

图8：2021年重庆市固定资产投资额居全国前列



资料来源：各地统计局，国信证券经济研究所整理

图9：2021年主要城市专精特新重点“小巨人”数量



资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

## 零售优势显著，加强科技赋能

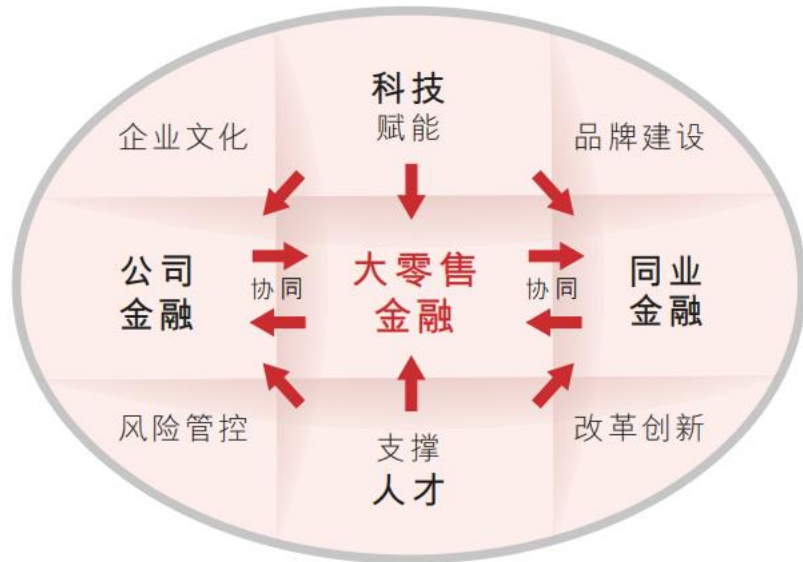
### 公司注重零售业务，进行错位竞争

渝农商行明确以大零售为核心竞争力的战略定位。渝农商行提出以“努力打造成为全国领先的区域性银行”为战略目标，坚持“经营特色化、管理精细化、培育良好企业文化”，坚持“强管理、控风险、稳发展”的思路，坚持以“零售立行、



科技兴行、人才强行”十二字战略方针引领，以大零售业务为核心竞争力，推动零售、小微、公司、同业业务“四客协同+四轮驱动”，持续推动渝农商行高质量、内涵式发展，持续提升金融支持乡村振兴能力，持续助力实体经济发展。

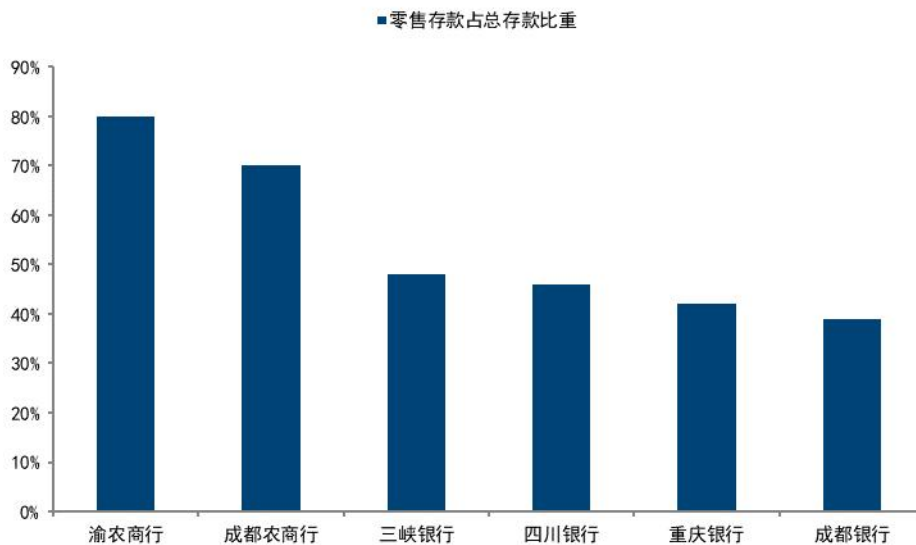
图10：渝农商行明确以大零售为核心竞争力的战略定位



资料来源：公司 2022 年中报，国信证券经济研究所整理

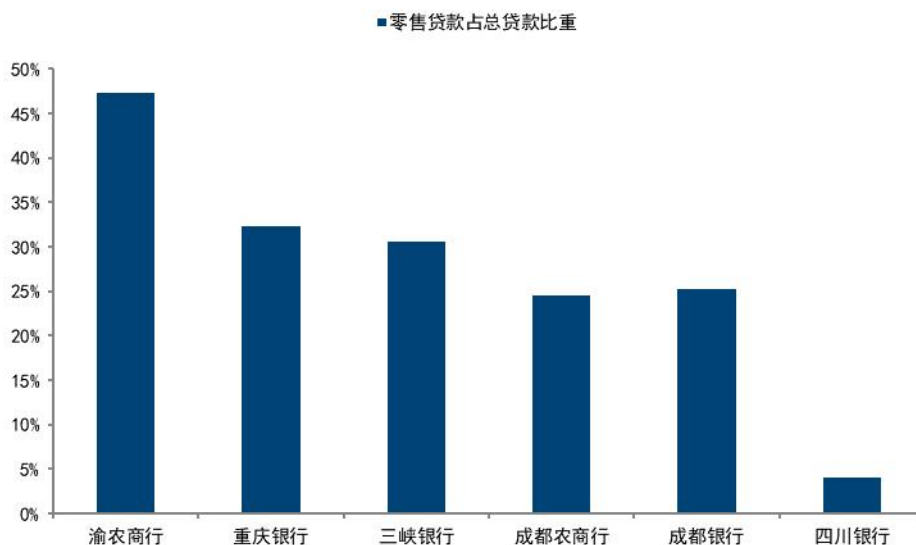
渝农商行充分利用自身网点布局方面的优势，差异化发展零售业务，进行错位竞争。我们选取成渝地区本地银行重庆银行、重庆三峡银行、成都银行、四川银行和成都农商行等作为可比银行进行分析。（1）从负债端来看，渝农商行以零售存款为主，其零售存款占存款比重达到 80%。（2）从资产端来看，渝农商行以零售贷款为主，其零售贷款占总贷款的 47%。

图 11：成渝地区本地银行存款结构对比



资料来源：各银行 2021 年年报，国信证券经济研究所整理

图 12：成渝地区本地银行贷款结构对比



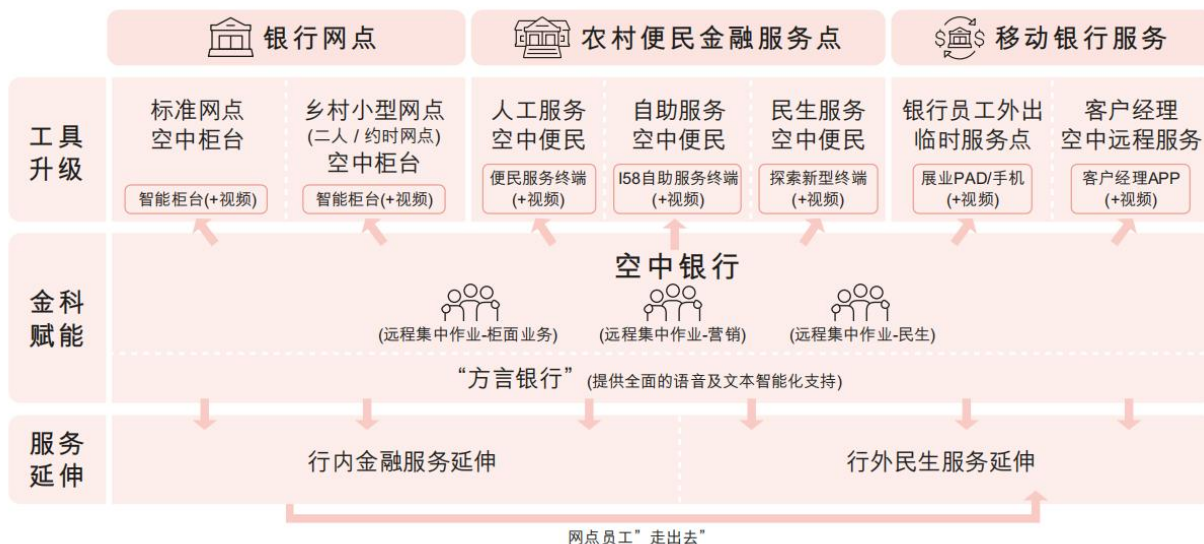
资料来源：各银行 2021 年年报，国信证券经济研究所整理

## 金融科技赋能，零售业务从 B2C 到 BBC

渝农商行积极运用金融科技，推进数字化转型。科技赋能让渝农商行能够在业务发展中更好地服务客户，如公司推出的“方言银行”服务，加强方言能力建设及场景应用，推进智能语音标注、训练一体化平台部署升级，识别能力不断提升。如公司推出的线上二手房按揭贷款业务，对传统线下按揭贷款的替代率达到 92%。除业务发展外，公司还构建数字风控自主闭环，提升线上全流程风控水平，配置

完善反欺诈、决策、贷后、模型策略四个数字风控关键团队，形成贷前反欺诈、贷中智能决策、贷后数字化预警、逾期智能催收、纠纷线上仲裁等信贷全流程的数字化风控体系。

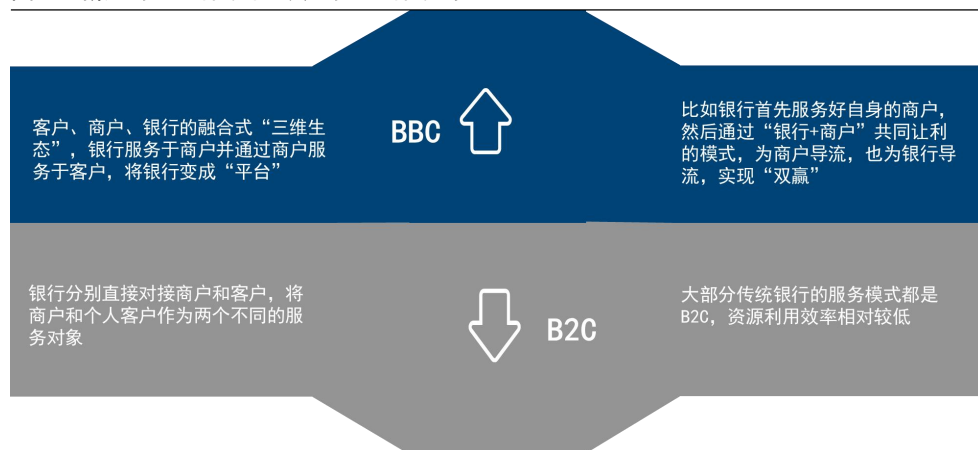
图 13: 渝农商行金融科技助力业务发展



资料来源：公司 2021 年年报，国信证券经济研究所整理

得益于金融科技赋能，渝农商行从传统的“银行—客户”（Bank to Customer, B2C）向“银行—商户—客户”（Bank-Business-Customer, BBC）转变，打造 BBC 金融生态圈，将银行变成平台。

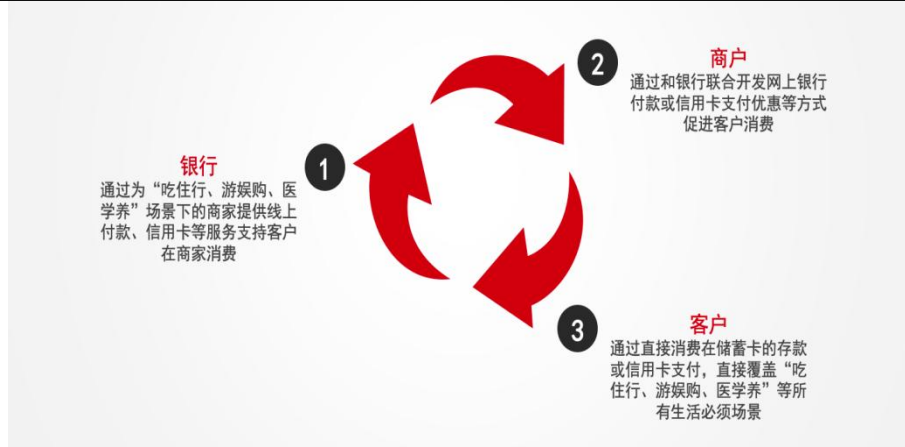
图 14: 新兴的 BBC 体系和传统的 B2C 体系对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

渝农商行致力于构建 BBC 生态金融圈，探索“开放银行”。渝农商行提出围绕“吃住行、游购娱、医学养”场景，打造金融、生活一体化生态圈，树立“渝快生活”新零售品牌。

图 15: 渝农商行 BBC 金融体系

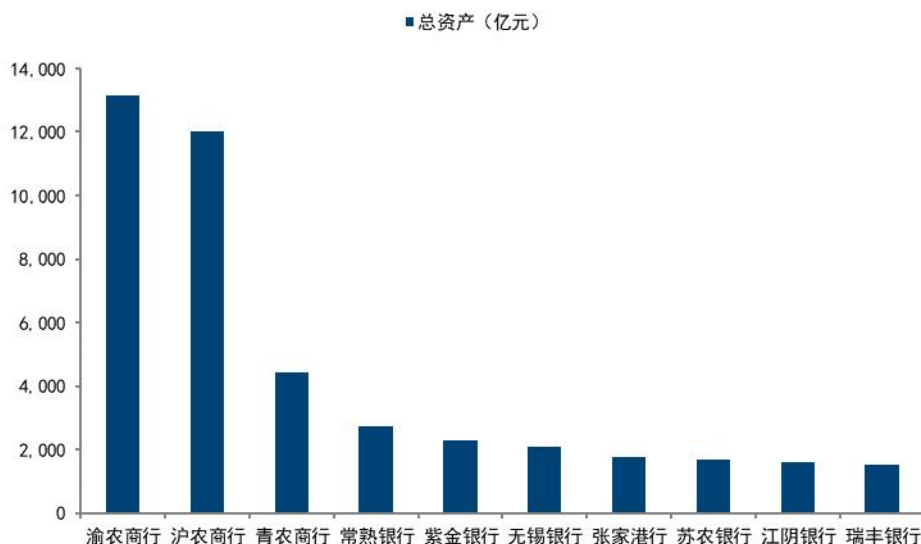


资料来源: 渝农商行 2021 年年报, 国信证券经济研究所整理

## 财务分析：零售特色仍然突出

我们选取其他上市农商行作为可比银行和渝农商行的财务指标进行横向比较。当然，农商行作为高度本土化的地方金融机构，与各地经济金融文化情况密切相关，不同农商行之间资产规模、经营模式等差异较大，因此这种横向比较并不完全合理，但仍有一定参考价值。

图 16: 2022 年上半年上市农商行资产规模



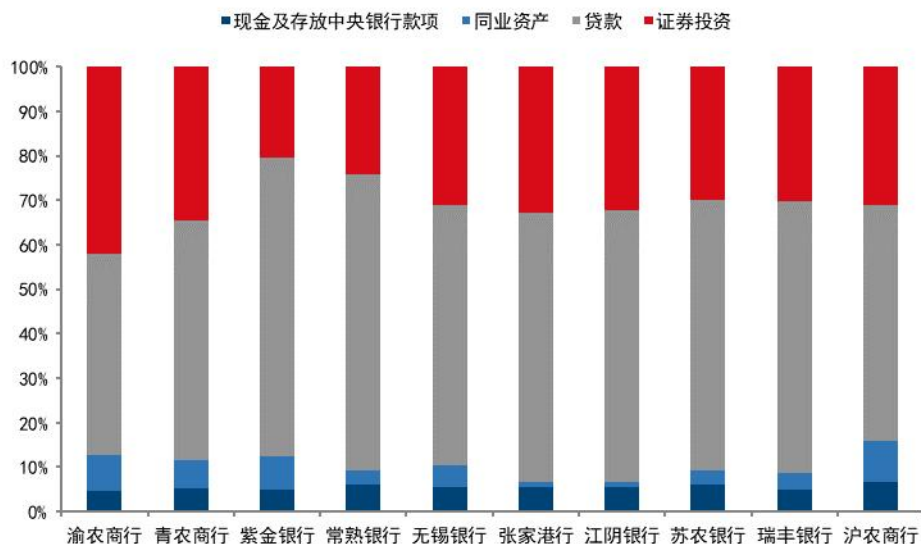
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 资产端：证券投资相对较多，贷款凸显零售特色

从生息资产结构来看，渝农商行证券投资占比相对偏高，有一定城商行特点，我们认为这主要跟公司规模较大，业务综合化程度更高有关。从证券投资结构来看，

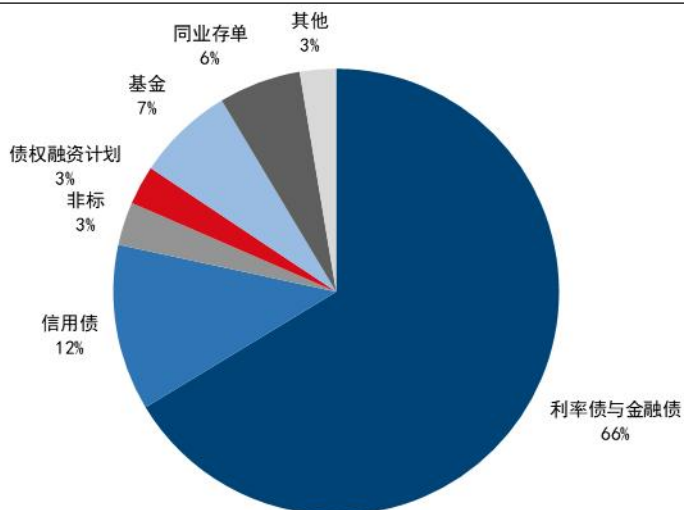
公司投放了较多的表内信用债，但非标规模不大。从贷款结构来看，渝农商行的零售特色依然鲜明，零售贷款占比在上市农商行中居于前列。

图 17: 2022 年上半年上市农商行生息资产结构



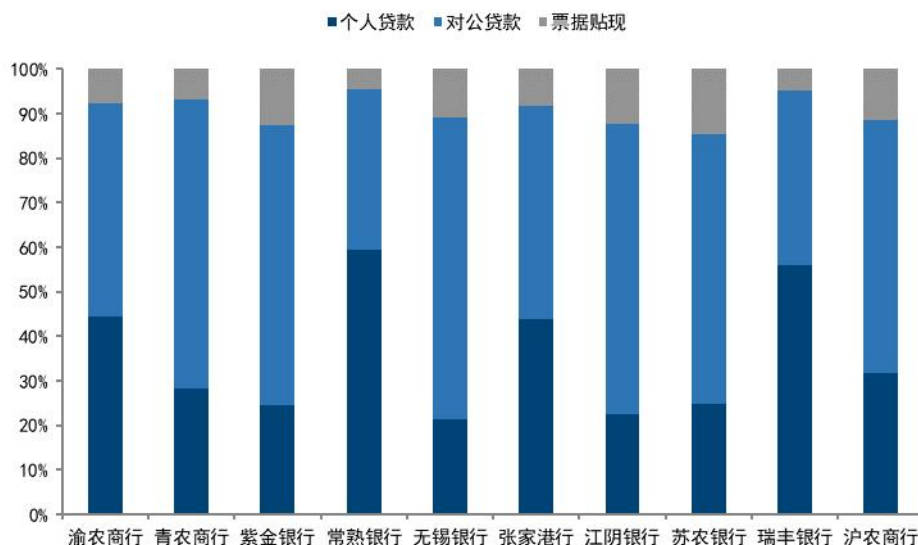
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 渝农商行证券投资结构



资料来源: 公司 2022 年中报, 国信证券经济研究所整理

图19: 2022 年上半年上市农商行贷款结构

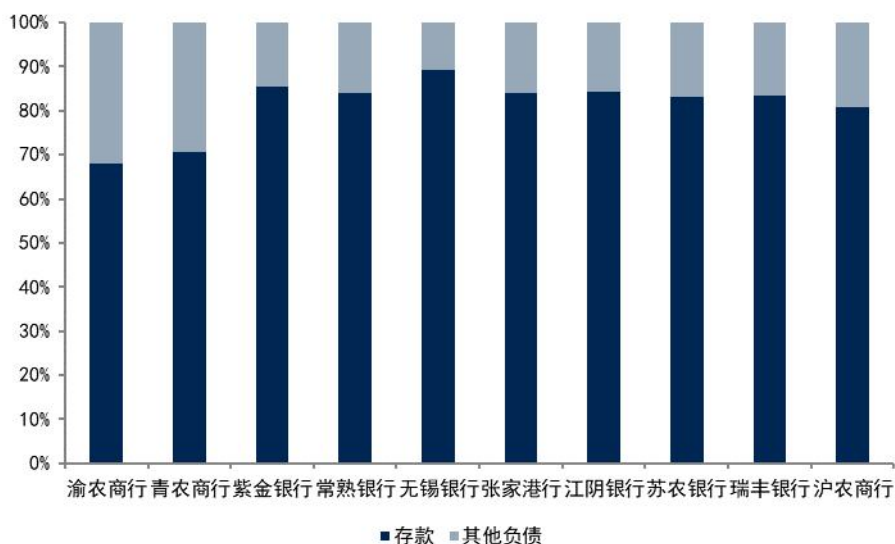


资料来源: 公司 2022 年中报, 国信证券经济研究所整理

### 负债端: 存款占比相对偏低, 个人存款优势明显

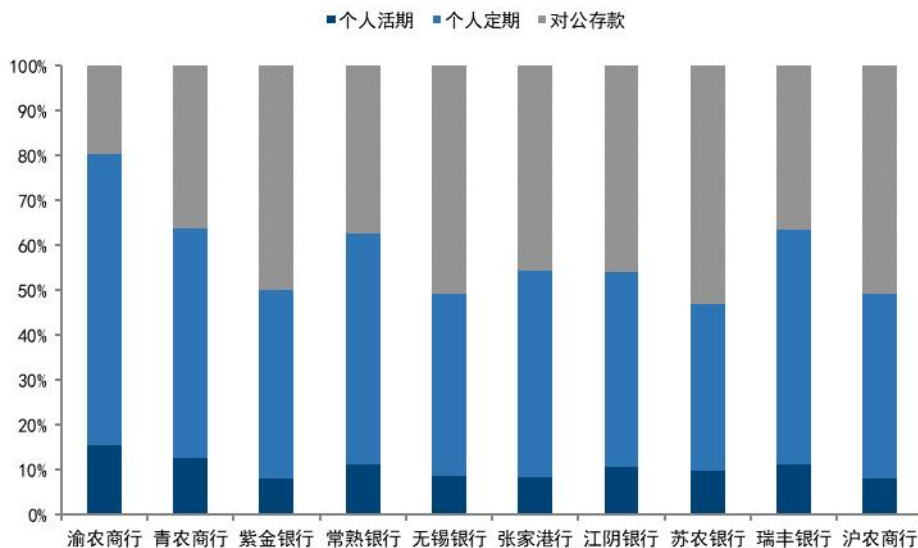
渝农商行负债端存款占比相对偏低。从负债结构看, 渝农商行的存款占比低于其他上市农商行, 仅占 68%, 公司负债结构具有一定的城商行特点, 同业融资占比相对较高。与其他上市农商行相比, 公司的零售特色依然突出, 存款中零售存款占比明显高于其他上市农商行。

图20: 2022 年上半年农商行计息负债结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21：2022 年上半年上市农商行存款结构

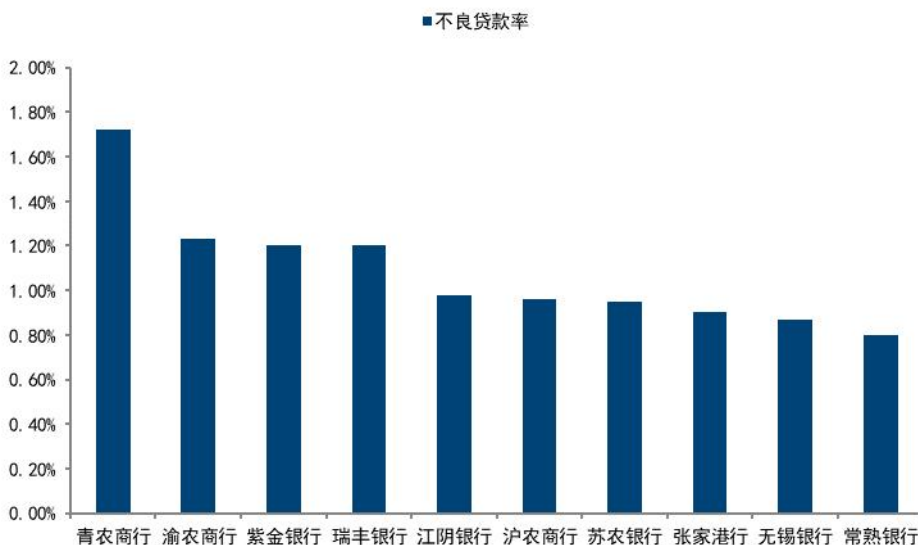


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 资产质量表现一般

从不良贷款率、关注贷款率、逾期率、“不良/逾期”和不良生成率五个指标来看，渝农商行的总体资产质量处于上市农商行中下水平。从拨备覆盖率来看，公司拨备覆盖率远高于监管要求，处于上市农商行中间水平。总的来看，公司资产质量相关数据表现一般，仍有改善的空间。

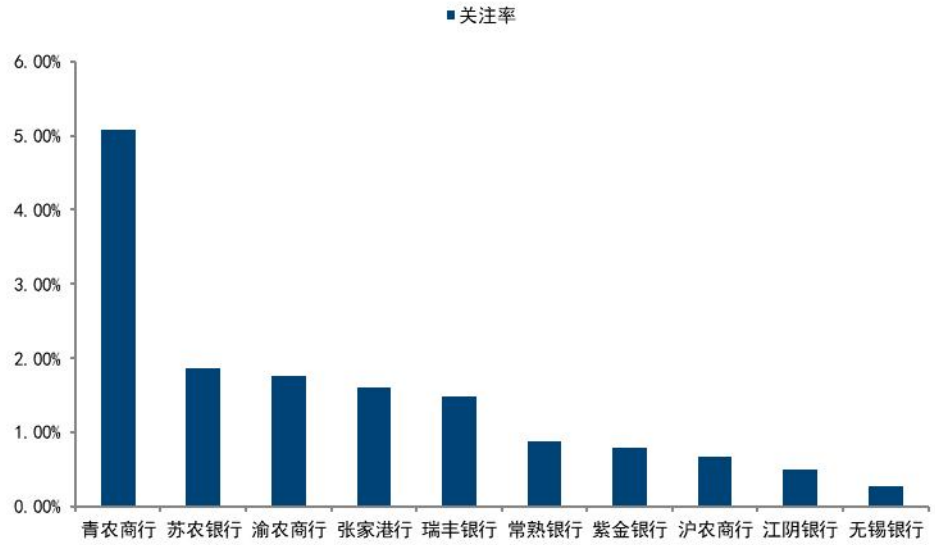
图22：2022 年上半年上市农商行不良贷款率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

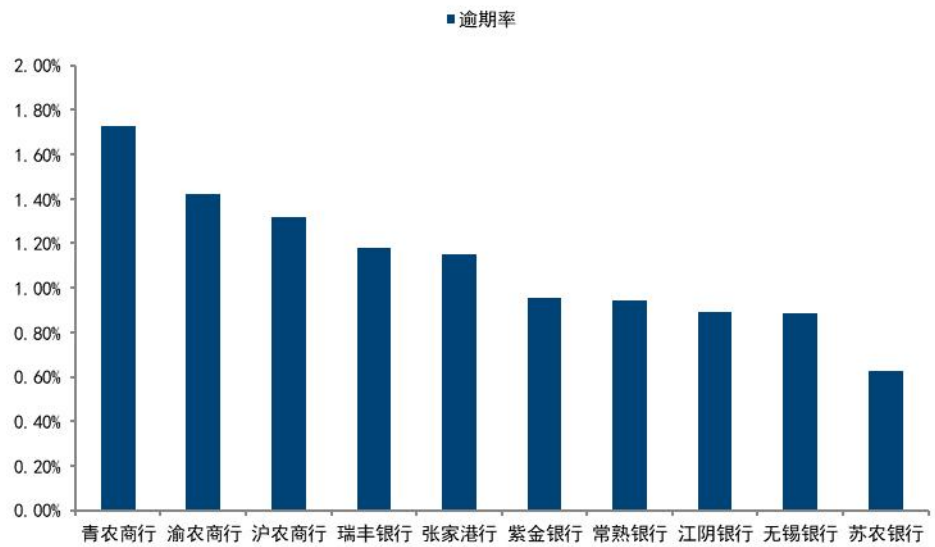


图23: 2022 年上半年上市农商行关注贷款率



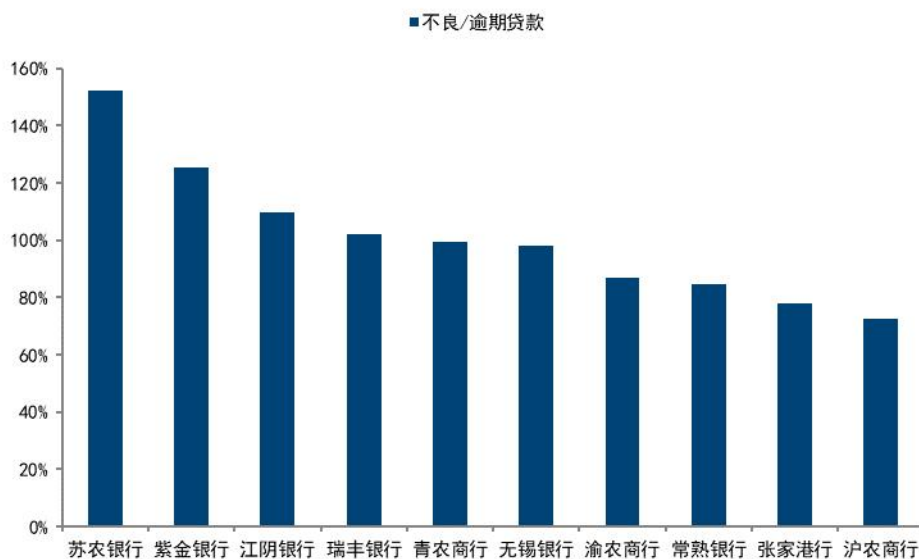
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 2022 年上半年上市农商行逾期率



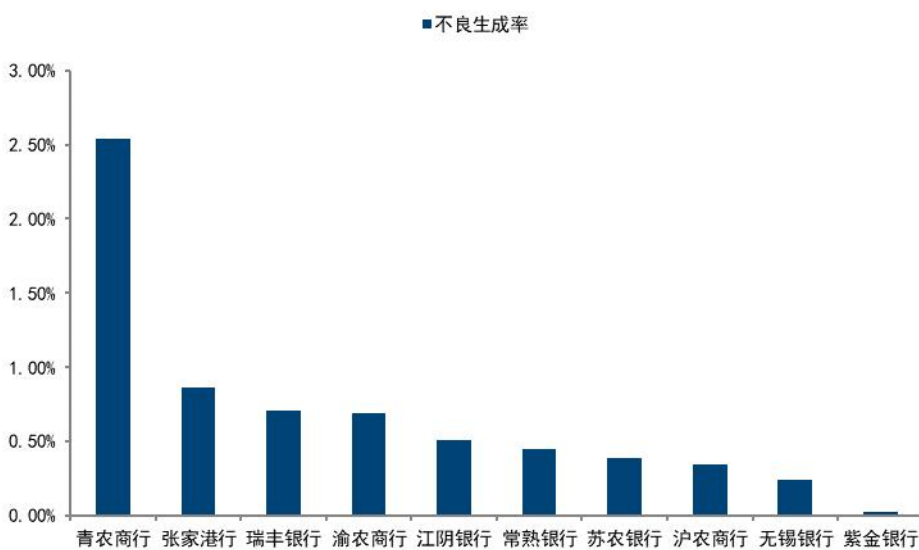
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 2022 年上半年上市农商行“不良/逾期”



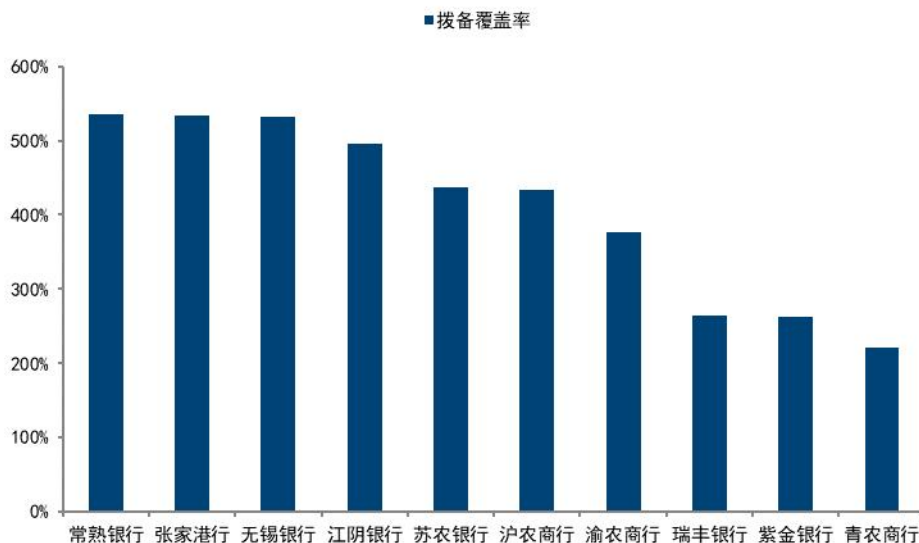
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 2022 年上半年上市农商行不良生成率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 2022 年上半年上市农商行拨备覆盖率

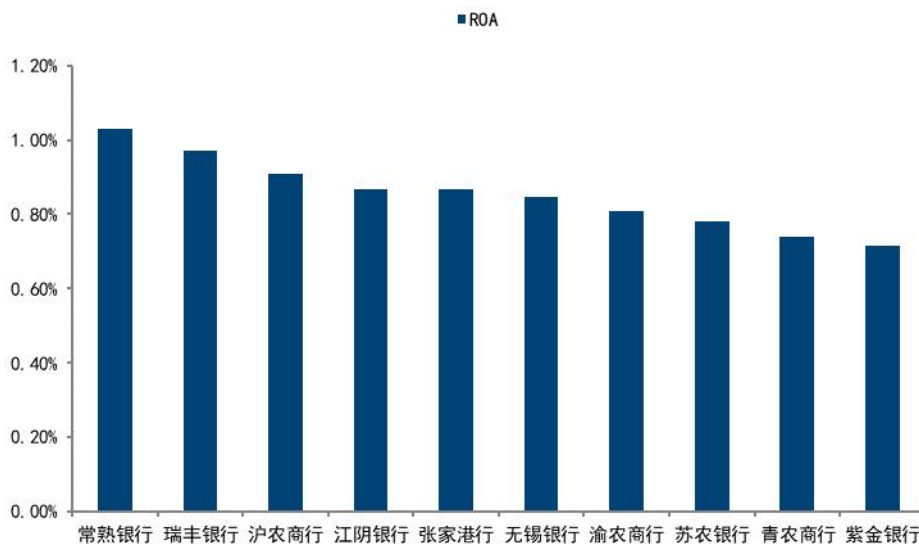


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 公司盈利能力有待提升

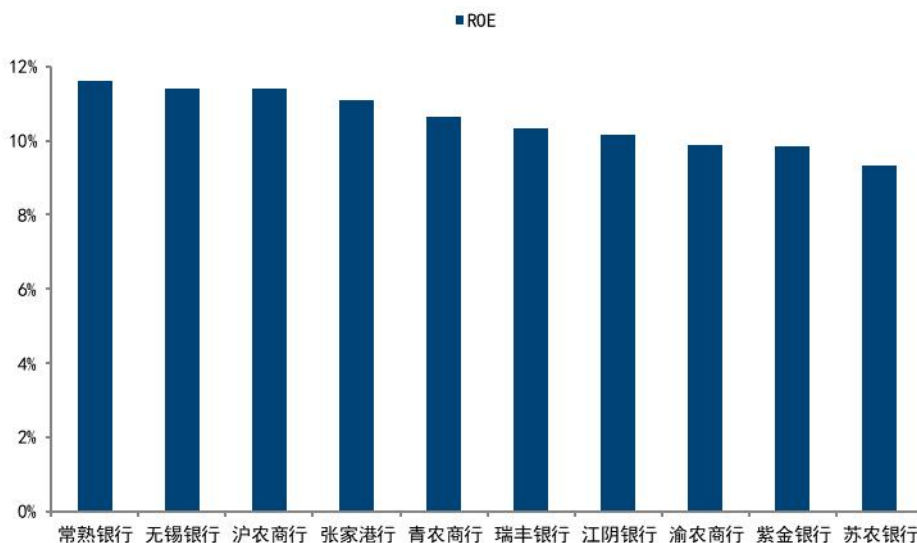
从 ROA 和 ROE 来看, 渝农商行的盈利能力在上市农商行中处于中下水平, 2021 年 ROE 为 9.9%, 盈利能力有待提升。

图28: 2021 年上市农商行 ROA



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 为避免季节性影响, 使用完整年度数据。

图29：2021 年上市农商行 ROE



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：为避免季节性影响，使用完整年度数据。

## 盈利预测

### 假设前提

我们对公司盈利增长的关键驱动因素假设如下：

- (1) 总资产增长率：考虑到央行力图实现社融及 M2 增速与名义 GDP 增速的匹配，我们预计未来三年银行业总资产增速大致在名义 GDP 增速附近波动，而公司未来资产增速大致持平于行业，假设 2022-2024 年总资产同比增长 6.0%/8.0%/8.0%；
- (2) 净息差：在前期 LPR 下降后重定价以及信贷需求疲弱的影响下，目前银行整体净息差仍有下降压力。我们假设公司 2022-2024 年加回 FVPL 投资收益后的广义净息差为 2.00%/1.95%/1.95%，小幅下行。考虑到未来利率变动存在较大不确定性，可能存在较大误差，我们在后文中对净息差做了敏感性分析；
- (3) 资产质量：考虑到随着疫情政策优化以及低基数下宏观经济有望迎来一定程度的复苏，我们假设公司 2022-2024 年信用成本逐步下降至 1.67%/1.53%/1.50%；
- (4) 其他：假设未来分红率保持稳定，不考虑可能存在的外源融资因素。

### 未来三年业绩预测简表

按上述假设条件，我们得到公司 2022-2024 年营业收入分别为 297/309/333 亿元，归属母公司净利润 101/109/119 亿元，利润年增速分别为 6.2%/7.9%/8.3%。每股收益分别为 1.71/1.78/1.86 元。

表2: 未来三年业绩预测简表 (单位: 百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	30842	29656	30885	33262
其中: 利息净收入	26235	24780	25859	27927
手续费净收入	2724	2179	2288	2517
其他非息收入	1883	2696	2738	2818
营业支出	19649	17766	18061	19374
其中: 资产减值损失	10852	9307	9252	9887
利润总额	11201	11890	12824	13888
归属于母公司净利润	9560	10148	10945	11853
EPS (元)	1.65	1.71	1.78	1.86

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁, 因此净息差对预测影响不确定性很大, 我们进行如下敏感性分析:

表3: 归母净利润增速对净息差的敏感性分析

	2021	2022E	2023E	2024E
净息差 (+5bps)	13.8%	6.2%	12.0%	12.3%
基准情形	13.8%	6.2%	7.9%	8.3%
净息差 (-5bps)	13.8%	6.2%	3.7%	4.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 2022 年不确定性较低, 因此未做敏感性假设。

## 估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值

我们使用三阶段 DDM 模型进行估值, 相关假设如下:

表4: 一、二阶段假设 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
净资产	106044	122722	140034	158030	166802	175924	185412	195279	205541	216213	227312	238855	250860	263345
摊薄 ROE	9.0%	8.3%	7.8%	7.5%	7.4%	7.3%	7.2%	7.1%	7.0%	6.9%	6.9%	6.8%	6.7%	6.7%
归母净利润	9560	10148	10945	11853	12328	12821	13334	13867	14422	14998	15598	16222	16871	17546
同比	13.8%	6.2%	7.9%	8.3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
分红率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
股利	2868	3044	3283	3556	3698	3846	4000	4160	4326	4499	4679	4866	5061	5264

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**表5: 折现率假设**

无风险收益率	3.0%	第二阶段增长率	4%
风险溢价率	7.0%	第二阶段分红率	40%
$\beta$	1.20	永续增长率	3%
COE	11%	永续分红率	30%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

根据以上主要假设条件, 采用三阶段 DDM 估值方法, 得出公司价值区间为 4.0-4.7 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

**表6: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)**

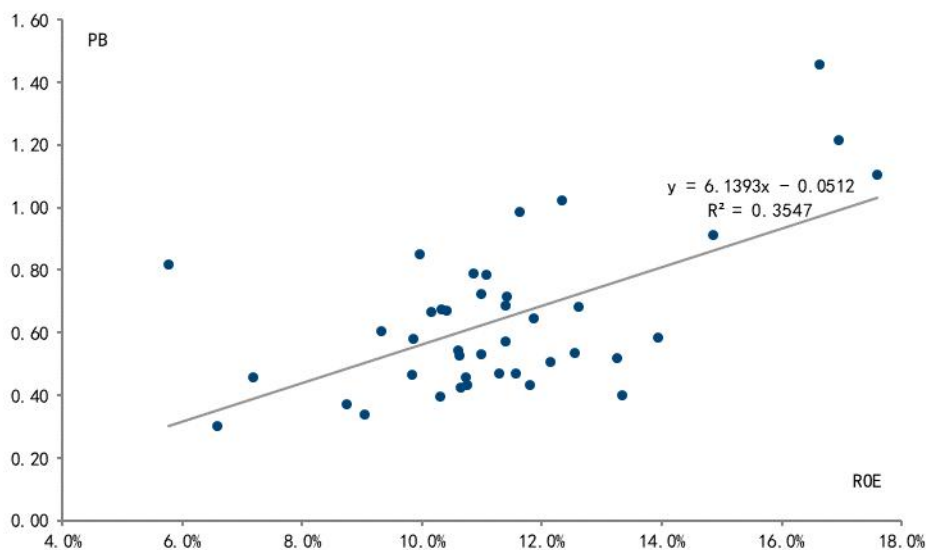
		折现率变化				
		10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
永续 增长 率变 化	2.0%	4.6	4.3	4.1	3.9	3.7
	2.5%	4.7	4.4	4.2	4.0	3.8
	3.0%	4.9	4.6	4.3	4.0	3.8
	3.5%	5.1	4.7	4.4	4.2	3.9
	4.0%	5.3	4.9	4.6	4.3	4.0

资料来源: 国信证券经济研究所分析

### 相对估值

在 A 股市场中, 农商行估值较其他银行往往会有一定程度的溢价, 因此我们一般是将全部农商行放在一起进行横向比较。但是渝农商行相比之下, 一方面其体量很大, 另一方面其主要经营区域为直辖市, 与一般农商行有较大差别, 因此我们认为将其与全部上市银行放在一起横向比较更为谨慎和合理。按照 PB (MRQ) 以及 2021 年 ROE, 渝农商行静态 ROE 对应 0.5-0.6 倍 PB (MRQ) 的理论估值, 据此计算其合理价值为 4.7-5.6 元。

图30: 上市银行估值情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 按 2023 年 1 月 5 日收盘价计算。

## 投资建议

综合考虑估值测算, 绝对估值在 4.0-4.7 元, 相对估值在 4.7-5.6 元, 取平均值, 我们认为公司合理股价在 4.3-5.1 元, 相较当前股价 3.56 元 (2023 年 1 月 5 日收盘价) 有大约 20%-40%溢价空间, 维持“增持”评级。



## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司折现率的假设和永续增长率的假定，及其和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多主观判断：

(1) 市场上投资者众多，不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致，因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值，这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析，但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值；

(2) 我们对公司永续增长率的假设比较主观。我们对此进行了敏感性分析，但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外；

(3) 相对估值时可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。由于目前银行板块整体估值很低，因此相对估值法还存在行业整体被低估，从而导致公司横向对比得到的估值亦被低估的风险。

### 盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分：一是由于市场利率变动频繁，加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置，更加剧了市场利率波动的影响；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。对于净息差可能存在的偏离，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了谨慎的假设。

### 政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响。

### 财务风险

公司权益乘数较高，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

### 市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司财务数据产生不利影响。

## 财务预测与估值

每股指标 (元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (十亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.74	1.65	1.71	1.78	1.86	营业收入	28	31	30	31	33
BVPS	8.21	8.85	10.30	11.81	13.38	其中: 利息净收入	24	26	25	26	28
DPS	0.22	0.25	0.27	0.29	0.31	手续费净收入	3	3	2	2	3
						其他非息收入	1	2	3	3	3
<b>资产负债表 (十亿元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营业支出	18	20	18	18	19
总资产	1,136	1,266	1,342	1,449	1,565	其中: 业务及管理费	8	8	8	8	9
其中: 贷款	487	557	605	659	718	资产减值损失	10	11	9	9	10
非信贷资产	649	709	737	790	847	其他支出	0	0	0	0	0
总负债	1,041	1,160	1,219	1,309	446	营业利润	10	11	12	13	14
其中: 存款	725	759	824	890	961	其中: 拨备前利润	20	22	21	22	24
非存款负债	316	400	395	419	446	营业外净收入	(0)	0	0	0	0
所有者权益	95	106	123	140	158	利润总额	10	11	12	13	14
其中: 总股本	11	11	11	11	11	减: 所得税	1	1	2	2	2
普通股净资产	93	101	117	134	152	净利润	9	10	10	11	12
						归母净利润	8	10	10	11	12
总资产同比	10.3%	11.4%	6.0%	8.0%	8.0%	其中: 普通股净利润	8	19	19	20	21
贷款同比	17.0%	14.5%	8.5%	9.0%	9.0%	分红总额	3	3	3	3	4
存款同比	7.7%	4.7%	8.5%	8.0%	8.0%	营业收入同比	5.8%	9.4%	-3.8%	4.1%	7.7%
贷存比	67%	73%	73%	74%	75%	其中: 利息净收入同比	10.2%	8.4%	-5.5%	4.4%	8.0%
非存款负债/负债	30%	35%	32%	32%	32%	手续费净收入同比	-43.2%	-6.2%	-20.0%	5.0%	10.0%
权益乘数	12.0	11.9	10.9	10.3	9.9	归母净利润同比	-13.9%	13.8%	6.2%	7.9%	8.3%
<b>资产质量指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>业绩增长归因</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
不良贷款率	1.31%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	生息资产规模	7.3%	12.5%	8.2%	6.3%	8.0%
信用成本率	2.45%	2.23%	1.67%	1.53%	1.50%	净息差 (广义)	2.9%	-4.0%	-13.7%	-2.0%	0.0%
拨备覆盖率	315%	340%	343%	342%	345%	手续费净收入	-9.8%	-1.5%	-1.3%	0.1%	0.2%
						其他非息收入	5.4%	2.5%	3.0%	-0.3%	-0.5%
<b>资本与盈利指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	业务及管理费	2.1%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
ROA	0.79%	0.80%	0.79%	0.80%	0.80%	资产减值损失	-25.0%	2.4%	9.8%	3.6%	0.6%
ROE	9.4%	10.0%	9.7%	8.9%	8.4%	其他因素	3.1%	2.6%	0.2%	0.1%	0.0%
核心一级资本充足率	11.96%	12.47%	13.70%	14.54%	15.25%	归母净利润同比	-13.9%	13.8%	6.2%	7.9%	8.3%
一级资本充足率	11.97%	12.98%	14.21%	15.05%	15.76%						

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032