渝农商行（601077）

公司研究/动态报告

净息差环比持平，资产质量稳健性突出

—详细解读渝农商行 2020 年半年报

动态研究报告/银行　　2020 年 08 月 28 日

报告摘要：

● 事件概述

8 月 26 日公司发布 2020 年中报：上半年归母净利润同比-9.89%（Q1 同比-6.90%）；扣非归母净利润同比+4.42%（Q1 同比+22.88%）；PPOP 同比-1.51%（Q1 同比-6.64%）；营收同比+4.97%%（Q1 同比+4.55%）；累计年化加权 ROE 11.50%，同比下降 4.30pct。

● 营收加速增长，盈利能力无忧

上半年归母净利润同比下降 9.89%，主要是由于上年同期重庆市政府冲回退休员工大额医保缴费导致成本费用基数较低和二季度加大拨备计提力度所致，在剔除短期影响后，扣非归母净利润增速远高于商业银行净利润-9.41%的增速水平，公司盈利能力无忧。上半年归母净利润同比降幅较一季度扩大 2.99pct，是由于加大拨备计提力度的负面影响大于净息差同比降幅收窄和成本费用同比增速放缓的正面影响所致。

● 净息差环比企稳，资产负债结构优化

上半年年化净息差 2.30%，较一季度基本持平。其中生息资产收益率较一季度下降 6bp 是由于贷款和同业资产收益率下行共同导致；计息负债成本率较一季度下降 7bp 主要源于同业市场利率下行。公司持续优化资产负债结构，上半年贷款日均余额占生息资产的比例和存款日均余额占计息负债的比例分别较 2019 年提升 1.88pct 和 62bp。此外，收益率较高且不良率较低的个人贷款占总贷款的比例较上年末提升 33bp 至 37.45%。未来随着资产负债结构进一步优化，公司息差下行压力有望得到一定程度的缓解。

● 资产质量稳健，资本优势突出

公司贷款分类非常严格，二季末逾期 90 天以上贷款占不良贷款的比例较上年末下降 2.50pct 至 53.39%的较低水平。但不良率和关注类仅环比小幅提升 1bp 和 9bp 至 1.28%和 2.41%，拨备覆盖率环比下降 12.25pct 至 370.16%，在上市银行中优势突出。公司资本非常充裕，核心一级资本充足率高达 12.36%，有望支撑规模加速扩张。

● 投资建议

公司资产质量优秀，资产结构持续优化，资本充裕有望支撑公司规模加速扩张，小米消金公司和渝农商理财开业有望提升公司理财规模和营运能力，助力中间业务收入增长。我们预测公司 2020-2022 年的归母净利润增速分别为-5.74%、7.94%和 9.78%，对应 2020 年末 BVPS 为 8.31 元，静态 PB 为 0.63 倍，处于行业较低水平。上调至“推荐”评级。

● 风险提示：

资产质量波动，利率中枢下降，经济复苏不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	26,630	28,491	30,854	33,823
增长率（%）	1.97%	6.99%	8.30%	9.62%
归属母公司股东净利润（百万元）	9,760	9,200	9,930	10,902
增长率（%）	7.75%	-5.74%	7.94%	9.78%
每股收益（元）	0.86	0.81	0.87	0.96
PE（现价）	6.05	6.42	5.95	5.42
PB	0.67	0.63	0.58	0.54

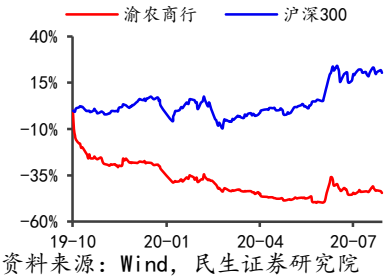
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　　上调评级

当前价格： 5.20 元

交易数据	2020-8-27
近 12 个月最高/最低（元）	9.35/4.69
总股本（百万股）	11,357
流通股本（百万股）	1,357
流通股比例（%）	11.95
总市值（亿元）	591
流通市值（亿元）	71

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郭其伟

执业证号：S0100519090001

电话：0755-22662075

邮箱：guoqiwei@mszq.com

研究助理：廖紫苑

执业证号：S0100119120002

电话：0755-22662081

邮箱：liaoziyuan@mszq.com

相关研究

1. 渝农商行(601077)：扣非净利润提升，不良生成率下降

2. 渝农商行(601077)：资产质量稳健，各级资本充裕

目录

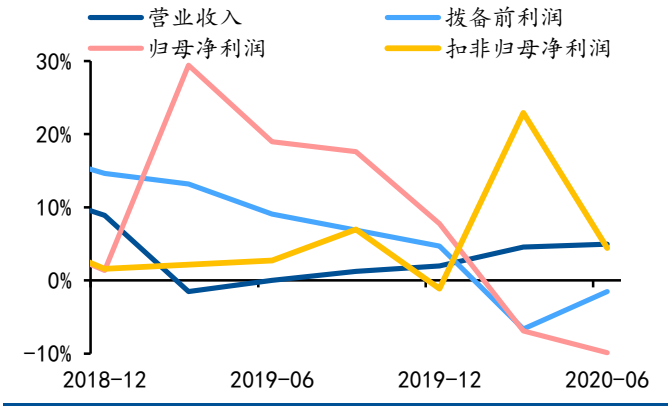
一、净息差环比持平，资产质量稳健性突出 3
二、投资建议 8
三、风险提示 8
插图目录 10
表格目录 10

一、净息差环比持平，资产质量稳健性突出

营业收入加速增长，盈利能力无忧。8 月 26 日公司发布 2020 年半年报，上半年公司归母净利润同比下降 9.89%，主要是由于上年同期重庆市政府冲回退休员工大额医保缴费导致成本费用基数较低、二季度公司加大拨备计提力度所致。剔除短期影响后，扣非归母净利润同比增长 4.42%，远高于同期商业银行-9.41%的净利润增速水平，公司盈利能力依旧强劲。

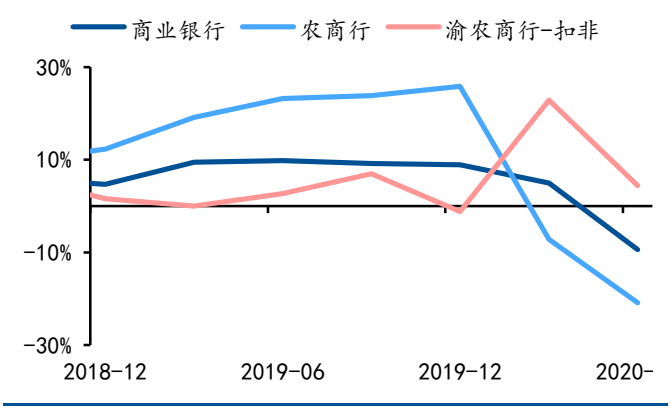
从边际变化来看，上半年归母净利润同比降幅较一季度扩大 2.99pct，但营收同比增速和 PPOP 同比降幅分别较一季度提升 42bp 和收窄 5.13pct。主要的正面因素为净息差同比降幅收窄和成本费用同比增速放缓，主要的负面因素为公司加大拨备计提力度，二季度单季年化信贷成本较一季度提升 1.15pct 至 2.24%。

图 1：渝农商行营收、PPOP 及扣非业绩同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 2：渝农商行扣非业绩累计同比增速高于行业整体水平



资料来源：WIND，民生证券研究院

表 1：渝农商行归母净利润同比增长的归因分析

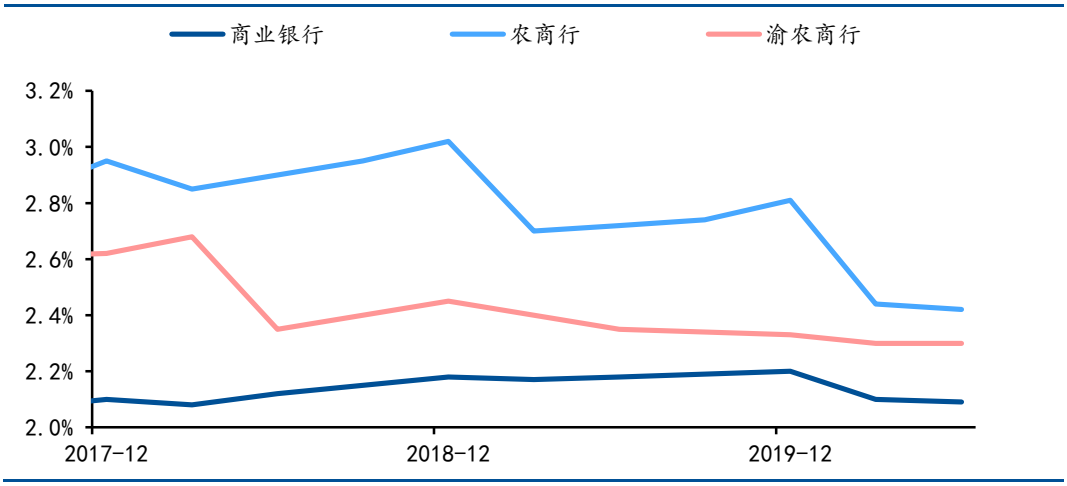
增速归因	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020H1 较 Q1 变化
生息资产规模	9.85%	7.16%	6.42%	-0.75pct
净息差	6.53%	-5.61%	-1.80%	3.81pct
非息收入	-14.41%	2.99%	0.35%	-2.64pct
成本费用	2.73%	-11.18%	-6.48%	4.71pct
拨备	-0.74%	4.11%	-7.44%	-11.55pct
营业外净收入	-0.04%	-0.50%	-0.08%	0.42pct
税收	5.08%	-3.04%	-0.82%	2.22pct
少数股东损益	-1.25%	-0.82%	-0.04%	0.79pct
净利润增长	7.75%	-6.90%	-9.89%	-2.99pct

资料来源：WIND，民生证券研究院

上半年净息差较一季度持平，结构优化有望缓解息差下行压力。上半年公司年化累计净息差 2.30%，较 2019 年下降 3bp，但较一季度基本持平。根据测算，上半年生息资产收益率较一季度下行 6bp，主要是由于贷款收益率下行和同业资产收益率下行共同所致。计息负债成本率较一季度下行 7bp，则主要源于主动负债成本率随同业市场利率下行。公司持续优化资产负债结构，成本率较低的存款和收益率较高的贷款占比提升。上半年贷款日均余额占生息资产的比例和存款日均余额占计息负债的比例分别较 2019 年提升 1.88pct 和 62bp 至 42.80%

和 71.99%。未来随着资产负债结构进一步优化，公司息差下行压力有望得到一定程度的缓解。

图 3：渝农商行净息差



资料来源：WIND，民生证券研究院

表 2：渝农商行生息资产和计息负债平均余额和平均利率变化表

项目	日均余额（亿元）			累计平均利率		
	2019A	2020H1	变动幅度	2019A	2020H1	变动幅度 bp
生息资产						
客户贷款和垫款	4,099	4,493	395	5.45%	5.41%	-4
金融投资	3,200	3,560	360	4.34%	4.17%	-17
存放中央银行款项	710	618	-92	1.57%	1.55%	-2
应收同业及其他金融机构款项	2,008	1,825	-182	3.69%	2.98%	-71
生息资产总额	**10,016**	**10,497**	**480**	**4.47%**	**4.34%**	**-13**
计息负债						
客户存款	6,617	6,957	340	1.93%	2.01%	8
向中央银行借款	266	356	90	3.27%	3.07%	-20
应付同业及其他金融机构款项	773	857	84	2.85%	1.96%	-89
已发行债务证券	1,617	1,495	-122	3.48%	3.09%	-39
计息负债总额	**9,272**	**9,664**	**392**	**2.31%**	**2.21%**	**-10**
净利差				**2.16%**	**2.13%**	**-3**
净息差				**2.33%**	**2.30%**	**-3**

资料来源：WIND，民生证券研究院

零售转型持续推进，贷款投放向低风险行业倾斜。上半年信贷投放向低风险的个人贷款倾斜。个人贷款占总贷款的比例较上年末提升 33bp 至 37.45%，其中个人住房按揭和个人经营性贷款占比分别提升 19bp 和 10bp。在对公贷款投向上，不良率较高的制造业和批零业贷款占总贷款的比例共下降 64bp，而低风险的租赁和商务服务业贷款占总贷款的比例则提升 72bp。优化贷款投向从一定程度上减缓了不良贷款率上行压力。二季末个人贷款不良率较上年末持平于 0.71%，而对公贷款不良率则较上年末提升 10bp 至 1.79%，总贷款不良率环比仅小幅提升 3bp。

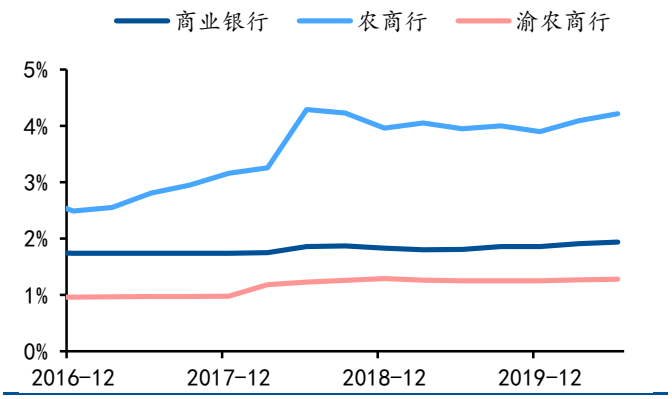
表 3：渝农商行不良贷款分布情况

项目（亿元）	贷款余额占比			不良贷款率		
	2019 年末	2020H1 末	变化 pct	2019 年末	2020H1 末	变化 pct
公司贷款和垫款	**58.29%**	**57.04%**	**-1.25**	**1.69%**	**1.79%**	**0.1**
制造业	13.99%	13.55%	-0.44	2.85%	2.49%	-0.36
水利、环境和公共设施管理业	13.61%	13.05%	-0.56	0.01%	-	-
租赁和商业服务	11.55%	12.27%	0.72	0.00%	0.01%	0.01
批发和零售	4.30%	4.10%	-0.20	1.77%	2.29%	0.52
电力、燃气及水的生产和供应业	3.78%	3.63%	-0.15	-	-	-
建筑业	1.64%	1.64%	0	2.00%	19.87%	17.87
房地产业	1.84%	1.52%	-	8.62%	-	-
其他	7.58%	7.28%	-0.3	4.19%	3.58%	-0.61
个人贷款和垫款	**37.12%**	**37.45%**	**0.33**	**0.71%**	**0.71%**	**0**
住房按揭及个人商用物业房地产贷款	16.72%	16.91%	0.19	0.33%	0.32%	-0.01
个人经营及再就业贷款	11.56%	11.66%	0.10	0.87%	0.80%	-0.07
其他贷款	8.84%	8.88%	0.04	1.23%	1.32%	0.09
票据贴现	**4.59%**	**5.51%**	**0.92**	**0.00%**	**0.00%**	**-**
总计	**100%**	**100%**		**1.25%**	**1.28%**	**0.03**

资料来源：WIND，民生证券研究院

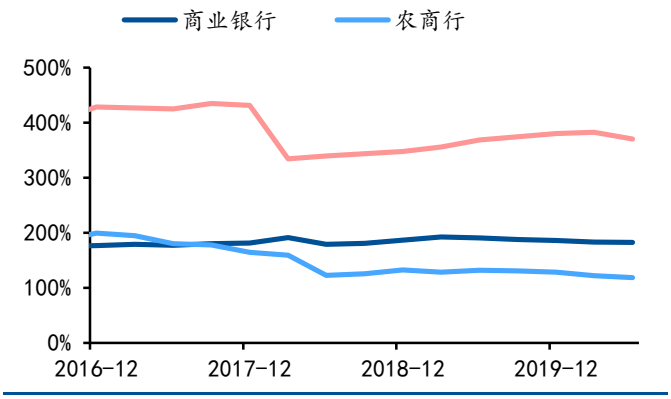
不良贷款确认力度加强，不良率环比仅微升。公司加大不良贷款确认力度，二季末逾期 90 天以上贷款偏离度（即占不良贷款的比例）较上年末下降 2.50pct 至 53.39%的较低水平，同时，二季度年化不良贷款生成率较一季度提升 1.72pct 至 2.01%。但公司资产质量受到的冲击十分有限：二季末不良贷款率 1.28%，仅较一季末微升 1bp，远低于同期商业银行 1.94%以及农商行 4.22%的不良率，处于上市银行低位；代表因性不良贷款生成压力的关注类也仅较上年末小幅提升 9bp 至 2.41%，处于可控范围。二季末拨备覆盖率环比下降 12.25pct 至 370.16%，风险抵补能力依然较强。总体来看，公司资产分类严格、不良率上升压力不大、风险抵御能力较强，基本面稳健性可期。

图 4：渝农商行不良贷款率



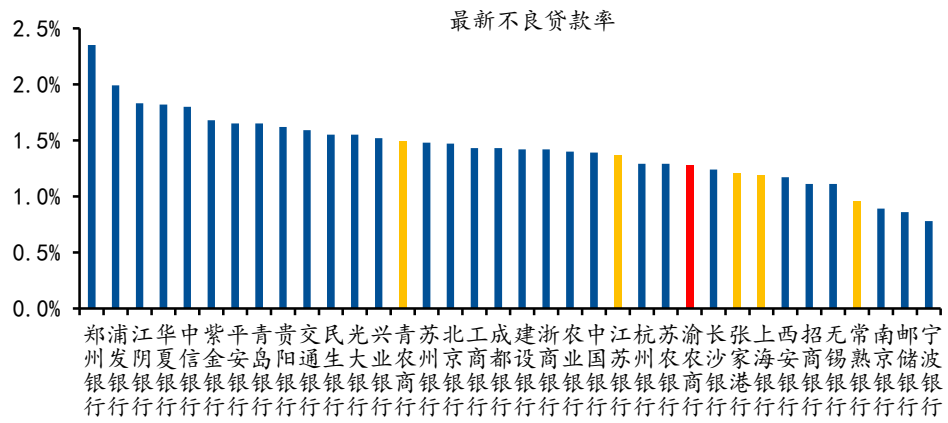
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 5：渝农商行拨备覆盖率远高于同业平均水平



资料来源：WIND，民生证券研究院

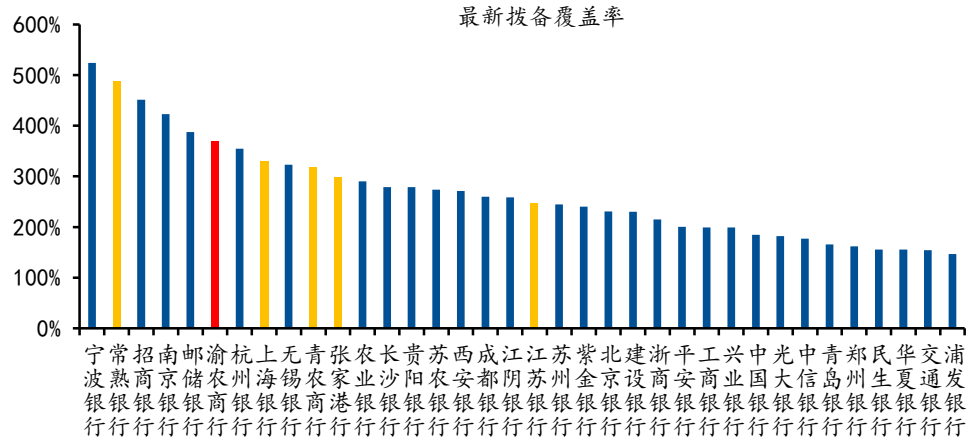
图 6：渝农商行不良贷款率处于上市银行较低水平



资料来源：WIND，民生证券研究院

注：红色和黄色为 2020Q2 末，蓝色为 2020Q1 末

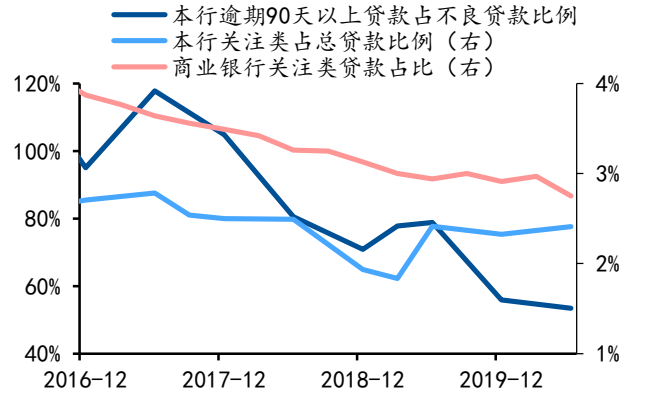
图 7：渝农商行拨备覆盖率位居上市银行前列



资料来源：WIND，民生证券研究院

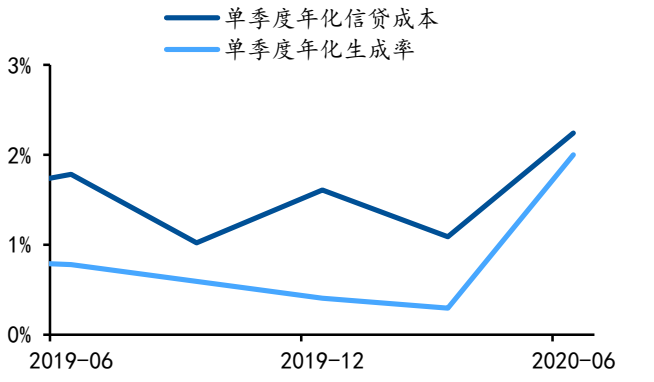
注：红色和黄色为 2020Q2 末，蓝色为 2020Q1 末

图 8：渝农商行关注类贷款占总贷款比例



资料来源：WIND，民生证券研究院

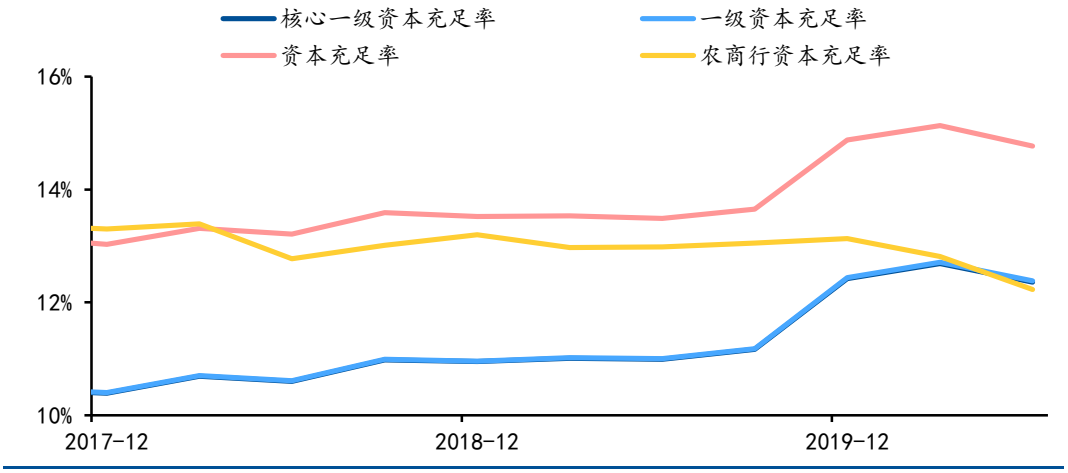
图 9：渝农商行年化信贷成本和不良贷款生成率



资料来源：WIND，民生证券研究院

资本充裕优势显著，资产扩张弹药丰富。二季末公司核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别较一季末环比下降 33bp、33bp 和 36bp 至 12.36%、12.38%和 14.77%。由于三项指标位均居上市银行前列，且距离监管要求底线的缓冲区间分别高达 4.86pct、3.88pct 和 4.27pct，公司资本处于非常充裕的水平。未来充足的资本有望支撑公司继续加大信贷投放，以量补价的同时进一步优化资产结构。

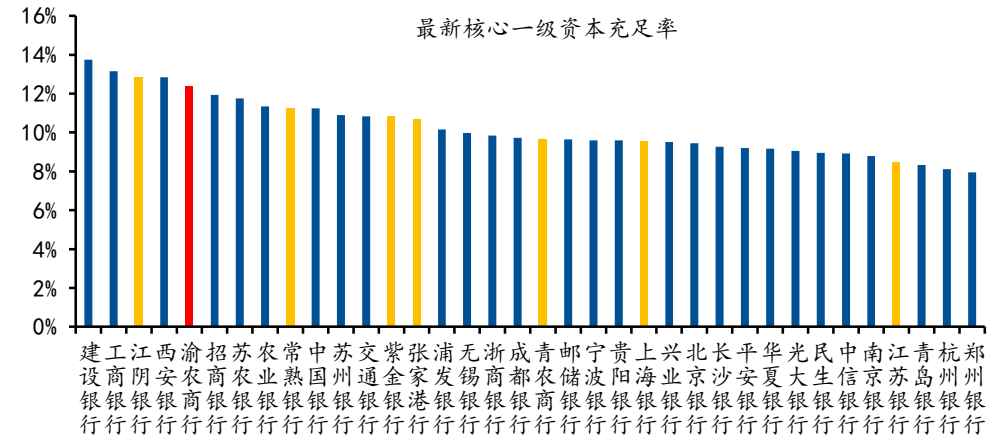
图 10：渝农商行各级资本均十分充裕



资料来源：WIND，民生证券研究院

注：核心一级资本充足率与一级资本充足率基本重合

图 11：渝农商行核心一级资本充足率优势显著



资料来源：WIND，民生证券研究院

注：红色和黄色为 2020Q2 末，蓝色为 2020Q1 末

二、投资建议

公司盈利能力较强，扣非归母净利润增速远高于商业银行平均水平；零售战略不断推进，资产负债结构持续优化；资产分类严格，资产质量稳健性十分可靠；资本充裕优势突出，规模扩张空间广阔。此外，公司投资设立的重庆小米消费金融公司、全国农商行系统及西部首家全资理财子公司渝农理财子公司在 5 月以来陆续获准开业，未来有望提升公司理财规模和营运能力，推动中间业务收入增长。我们预测公司 2020-2022 年的归母净利润增速分别为-5.74%、7.94%和 9.78%，对应 2020 年末 BVPS 为 8.31 元，静态 PB 为 0.63 倍，处于行业较低水平。上调至“推荐”评级。

三、风险提示

1、资产质量波动

2、利率中枢下降

3、经济复苏不及预期

公司财务报表数据预测汇总

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
资产负债表概要				
总资产	1,029,790	1,112,178	1,223,135	1,345,174
贷款净额	416,341	461,361	507,497	558,246
债券投资	377,353	417,421	459,164	505,080
总负债	940,428	1,016,015	1,119,261	1,232,782
存款余额	673,402	727,832	802,338	884,284
同业负债	81,873	88,490	97,549	107,512
股东权益	89,362	96,164	103,874	112,392
盈利能力				
ROAA	0.99%	0.86%	0.85%	0.85%
ROAE	12.35%	10.10%	10.12%	10.29%
生息资产收益率	4.61%	4.55%	4.50%	4.47%
计息负债成本率	2.43%	2.42%	2.41%	2.41%
净息差（NIM）	2.38%	2.34%	2.30%	2.27%
成本收入比	29%	29%	29%	29%
成长能力				
贷款	14.4%	10.8%	10.0%	10.0%
存款	9.3%	8.1%	10.2%	10.2%
净利息收入	16.4%	6.3%	7.2%	8.6%
中间业务收入	12.4%	15.0%	20.0%	20.0%
营业费用	-4.0%	7.0%	8.3%	9.6%
净利润	7.7%	-5.7%	7.9%	9.8%
营业收入结构				
利息占比	87.5%	86.9%	86.0%	85.2%
手续费收入占比	8.7%	9.4%	10.4%	11.4%
业务费用占比	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%
计提拨备占比	24.7%	30.1%	30.3%	30.2%

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表概要				
净利息收入	23,291	24,752	26,528	28,800
手续费净收入	2,322	2,670	3,204	3,845
营业费用	7,836	8,383	9,079	9,953
拨备前利润	18,806	20,120	21,789	23,885
计提减值准备	6,573	8,589	9,343	10,221
所得税	2,245	2,116	2,284	2,507
净利润	9,760	9,200	9,930	10,902
资本管理				
核心资本	88,559	94,361	101,829	110,073
资本净额	106,071	113,143	122,485	132,790
风险加权资产	712,886	769,920	846,731	931,215
风险加权资产比重	69%	69%	69%	69%
核心一级资本充足率	12.4%	12.3%	12.0%	11.8%
一级资本充足率	12.4%	12.3%	12.0%	11.8%
资本充足率	14.9%	14.7%	14.5%	14.3%
资产质量				
贷款减值准备	20,744	25,693	30,688	35,833
不良贷款额	5,204	5,905	6,445	7,034
不良贷款率	1.25%	1.28%	1.27%	1.26%
拨备覆盖率	399%	435%	476%	509%
拨贷比	4.98%	5.57%	6.05%	6.42%
信用成本	1.81%	2.06%	2.03%	2.01%
估值分析				
PB	0.67	0.63	0.58	0.54
PE	6.05	6.42	5.95	5.42
EPS	0.86	0.81	0.87	0.96
BVPS	7.73	8.31	8.97	9.69
每股股利	0.23	0.22	0.23	0.26
股息收益率	4.4%	4.2%	4.5%	4.9%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：渝农商行营收、PPOP 及扣非业绩同比增速 3
图 2：渝农商行扣非业绩累计同比增速高于行业整体水平 3
图 3：渝农商行净息差 4
图 4：渝农商行不良贷款率 5
图 5：渝农商行拨备覆盖率远高于同业平均水平 5
图 6：渝农商行不良贷款率处于上市银行较低水平 6
图 7：渝农商行拨备覆盖率位居上市银行前列 6
图 8：渝农商行关注类贷款占总贷款比例 6
图 9：渝农商行年化信贷成本和不良贷款生成率 6
图 10：渝农商行各级资本均十分充裕 7
图 11：渝农商行核心一级资本充足率优势显著 7

表格目录

表 1：渝农商行归母净利润同比增长的归因分析 3
表 2：渝农商行生息资产和计息负债平均余额和平均利率变化表 4
公司财务报表数据预测汇总 9

分析师与研究助理简介

郭其伟，金融行业首席分析师，中山大学硕士学士。曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券。曾获得新财富评选2016年银行第三、非银第五（团队）；2015年银行第四、非银第四（团队）。金牛奖2016年银行第三，2015年银行第四。Wind金牌分析师2016年银行第三，非银第一；2015年银行第二、非银第四。中国保险资管协会最受欢迎卖方分析师2016年银行第三。拥有多年金融业研究经验，专注于银行和非银领域的行业分析。

廖紫苑，民生证券金融行业助理研究员，新加坡国立大学硕士，浙江大学本科，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、证券和银行业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行，2019年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。