

重慶農商行(3618 HK, 3.55 港元, 目標價: 5.80 港元, 買入) - 短期擾動不改長期發展趨勢

- ❖ **重慶項目清查傳聞擾動股價。**我們注意到近期市場傳聞重慶市在以新任市委書記張德江為首的領導班子部署下，正在清查政府投資項目的融資情況。另據《中國經營報》報道，重慶市已著手開展全市政府投資項目 BT 融資建設清理工作。BT 模式廣泛運用於內地基礎設施建設中，重慶農商行部分客戶和股東均與當地基礎設施建設領域相關。受此影響，重慶農商行股價連續兩天出現大幅下跌。
- ❖ **信用風險可控，一季度資產質量仍在改善。**截止 2011 年底，重慶農商行的貸款結構顯示，對公貸款中佔比最高的是製造業貸款，其次是水利、環境和公共設施管理業，再次是房地產業貸款。三者佔總貸款的比重分別為 17.7%、11%和 9.4%。建築業相關貸款合計為人民幣 65.9 億元，僅佔貸款總額的 4.6%。另外，管理層表示暫未接到來自政府的清查或通知，又指出今年一季度不良貸款率和不良貸款額均較去年底下降，整體資產質量仍在提升。公司不良資產清收和核銷工作進展良好，我們認為其資產質量大幅惡化的幾率較小，今年上半年資產質量仍有望持續改善。
- ❖ **短期擾動不改長期發展趨勢。**重慶農商行去年貸款總額按年增長 18.2%，實際增量合人民幣 222 億元。我們的財務模型預計今年貸款增量為 259 億元，增幅 18%。考慮到今年整體信貸環境較去年寬鬆，重慶本地建設項目不可能出現急剎車，我們認為 18%的貸款增速已屬保守。即使重慶當地信貸增長受政治影響有所減速，公司仍有望實現 18%的信貸增量投放。公司雖受短期負面新聞影響，但基本面仍然紮實，未來發展前景依然向好。
- ❖ **我們預計公司今年貸款增速高於行業均值，息差有望維持在 3%以上，中間業務收入仍將以高於行業均值的速度增長，同時資產質量不會出現大幅惡化。**我們保守預計 2012/2013 年利潤增速分別為 18.6%/24%，而且兩年內無融資需求。目前股價對應 2012 年 5.2 倍 PE 和 0.86 倍 PB，PEG 為 0.24，估值顯著低於同業。我們認為，股價若繼續下跌則提供了罕見的戰略性投資機會，重申“買入”評級。

重慶農商行(3618 HK)

評級	買入
收市價	HK\$3.55
目標價	HK\$5.80
市值(港幣百萬)	33,015
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	101.2
52 周高/低(港幣)	5.79/2.15
發行股數(百萬股)	9,300
主要股東	重慶渝富(7.1%)

來源: HKE, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-9.5%	-6.4%
3 月	-18.5%	-22.3%
6 月	26.2%	15.6%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
收入額(人民幣百萬元)	5,677	7,745	11,183	12,796	15,339
淨利潤(人民幣百萬元)	1,888	3,064	4,247	5,036	6,244
每股收益(人民幣)	0.20	0.33	0.46	0.54	0.67
每股收益變動(%)	(5.4)	62.3	2.1	18.6	24.0
市盈率(x)	17.8	6.9	6.3	5.2	4.2
市帳率(x)	N/A	1.3	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	N/A	N/A	4.9	5.7	7.1
權益收益率(%)	19.9	13.7	15.2	17.2	19.1
淨財務杠杆率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

來源: 公司及招銀國際研究部

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。