

重庆农商行(3618 HK, HK\$4.12, 买入) - 中期业绩同增35%

❖ 重庆农商行发布2011年中期业绩,净利息收入按年增40.4%至48.3亿元(人民币·下同),非利息收入增45.4%至1.8亿元,净利润增34.6%至22.4亿元。上半年息差为3.22%,较去年同期上升18个基点;成本收入比按年下降5.4个百分点至33.6%。期末不良贷款率较年初降低0.41个百分点至1.97%,拨备覆盖率上升24个百分点至197%。资本充足率与核心资本充足率分别为16.0%和14.7%,大幅高于监管要求。

❖ 上半年贷款增速为10.6%,但存款增速为10.9%,高于贷款增速,存贷比微幅下降至59.1%。受制于央行的窗口指导,虽然上半年贷存比维持在同业中的低位,但我们预计全年贷款增速依然不会超过17%。零售业务发展良好,但批发业务处于业务开拓期,贷款定价能力不强,一定程度上拉低了贷款收益率。由于存贷比无压力,存款成本率上升的幅度小于预期。我们预计,下半年受批发业务定价影响,息差会略低于上半年,全年净息差有望在3.16%左右,在上市银行中仍处于较高水平。

❖ 手续费净收入在低基数下增速大幅放缓,收费项目的拓展进展较慢。上半年手续费净收入仅增长45.4%,低于去年同期1.2倍的增幅,在营业收入中的占比仅为3.6%。上半年成本收入降至33.6%,超出市场预期,但我们估计全年成本收入比仍将维持在39%左右。另外,贷款质量持续改善,信用成本维持在0.05%的行业低位。上半年不良率和不良余额实现双降,我们预计到年底不良率会进一步降低至1.7%左右。

❖ 虽然受制于总量控制,但公司基本面仍向好,未来资产质量仍有改善空间,非息收入依然具有大幅增长的潜力。在激烈的存款争夺中,公司在县域业务上的优势带来稳定和成本较低的资金来源。零售业务和中小企业是未来发展的亮点。公司目前股价对应2011年8.1倍预期市盈率和1.2倍市账率。我们维持之前5.8港元目标价不变,上调“持有”评级至“买入”。

重庆农商行(3618 HK)

评级	买入
收市价	HK\$4.12
目标价	HK\$5.80
市值(港币百万)	38,316
过去3月平均交易(港币百万)	107
52周高/低(港币)	6.46/3.50
发行股数(百万股)	9,300
主要股东	重庆渝富(7.1%)

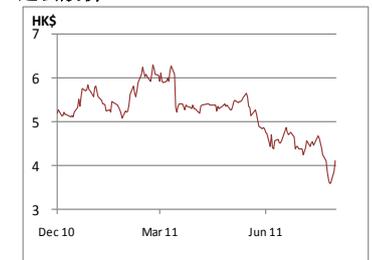
来源:HKEx, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-6.2%	1.6%
3月	-23.1%	-12.5%
6月	-21.2%	-10.7%

来源:彭博

过去股价



来源:彭博

财务资料

(截至12月31日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额(人民币百万元)	5,677	7,745	9,798	11,062	12,772
净利润(人民币百万元)	1,888	3,064	3,928	4,362	4,998
每股收益(人民币)	0.20	0.33	0.42	0.47	0.54
每股收益变动(%)	-5.4	62.3	28.2	11.1	14.6
市盈率(x)	17.0	10.3	8.1	7.2	6.4
市帐率(x)	N/A	1.5	1.2	1.1	1.0
股息率(%)	N/A	N/A	3.1	3.4	3.8
权益收益率(%)	19.9	13.7	16.2	15.7	16.1
净财务杠杆率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

来源:公司及招銀国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。