

重庆农商行(3618 HK, 3.55 港元, 目标价: 5.80 港元, 买入) - 短期扰动不改长期发展趋势

- ❖ **重庆项目清查传闻扰动股价。**我们注意到近期市场传闻重庆市在以新任市委书记张德江为首的领导班子部署下，正在清查政府投资项目的融资情况。另据《中国经营报》报道，重庆市已着手开展全市政府投资项目 BT 融资建设清理工作。BT 模式广泛运用于内地基础设施建设中，重庆农商行部分客户和股东均与当地基础设施建设领域相关。受此影响，重庆农商行股价连续两天出现大幅下跌。
- ❖ **信用风险可控，一季度资产质量仍在改善。**截止 2011 年底，重庆农商行的贷款结构显示，对公贷款中占比最高的是制造业贷款，其次是水利、环境和公共设施管理业，再次是房地产业贷款。三者占总贷款的比重分别为 17.7%、11%和 9.4%。建筑业相关贷款合计为人民币 65.9 亿元，仅占贷款总额的 4.6%。另外，管理层表示暂未接到来自政府的清查或通知，又指出今年一季度不良贷款率和不良贷款额均较去年底下降，整体资产质量仍在提升。公司不良资产清收和核销工作进展良好，我们认为其资产质量大幅恶化的几率较小，今年上半年资产质量仍有望持续改善。
- ❖ **短期扰动不改长期发展趋势。**重庆农商行去年贷款总额按年增长 18.2%，实际增量合人民币 222 亿元。我们的财务模型预计今年贷款增量为 259 亿元，增幅 18%。考虑到今年整体信贷环境较去年宽松，重庆本地建设项目不可能出现急刹车，我们认为 18%的贷款增速已属保守。即使重庆当地信贷增长受政治影响有所减速，公司仍有望实现 18%的信贷增量投放。公司虽受短期负面新闻影响，但基本面仍然扎实，未来发展前景依然向好。
- ❖ **我们预计公司今年贷款增速高于行业均值，息差有望维持在 3%以上，中间业务收入仍将以高于行业均值的速度增长，同时资产质量不会出现大幅恶化。**我们保守预计 2012/2013 年利润增速分别为 18.6%/24%，而且两年内无融资需求。目前股价对应 2012 年 5.2 倍 PE 和 0.86 倍 PB，PEG 为 0.24，估值显著低于同业。我们认为，股价若继续下跌则提供了罕见的战略性投资机会，重申“买入”评级。

重庆农商行 (3618 HK)

评级	买入
收市价	HK\$3.55
目标价	HK\$5.80
市值 (港币百万)	33,015
过去 3 月平均交易 (港币百万)	101.2
52 周高/低 (港币)	5.79/2.15
发行股数 (百万股)	9,300
主要股东	重庆渝富 (7.1%)

来源: HKE, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-9.5%	-6.4%
3 月	-18.5%	-22.3%
6 月	26.2%	15.6%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
收入额 (人民币百万元)	5,677	7,745	11,183	12,796	15,339
净利润 (人民币百万元)	1,888	3,064	4,247	5,036	6,244
每股收益 (人民币)	0.20	0.33	0.46	0.54	0.67
每股收益变动 (%)	(5.4)	62.3	2.1	18.6	24.0
市盈率 (x)	17.8	6.9	6.3	5.2	4.2
市帐率 (x)	N/A	1.3	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	N/A	N/A	4.9	5.7	7.1
权益收益率 (%)	19.9	13.7	15.2	17.2	19.1
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为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，请与我们联络。

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商投资者

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。