

重庆农村商业银行 (3618 HK, HK\$4.63, 未评级) — 均衡的业务模式带来稳定而充足的资金

- ❖ **创出重庆市两个“第一”。**重庆农村商业银行成立于 2008 年，是中国西部第一家省级农村商业银行。2010 年，重农行成为首家登陆港股市场的内地农商行，也是此后 6 年中 H 股唯一一家上市农商行，业务独具特色与代表性。近期，重农行正在推进重回 A 股市场上市计划，预计将在 2018 年完成，筹资规模将达到人民币 50 亿至 60 亿元。截至 2016 年第三季度，重农行的总资产达到人民币 7,958 亿元，存款总额达到人民币 5,302 亿元；这两项数据在重庆银行业中均占据首位。与其他重庆当地银行或其他商业银行的重庆分支机构不同，重农行的业务结构较为均衡，2016 年上半年，该行公司银行业务、个人银行业务及金融市场业务对经营收入的贡献分别为 32.8%、33.1% 及 34.0%。
- ❖ **稳定及充足的资金为未来发展奠定基础。**受惠于其独特的市场定位，重农行的县域业务为其带来稳定而充足的资金，也为日后发展奠定了坚实的基础。截至 2016 年上半年，重农行存款总额为人民币 5,218 亿元，占其总负债的 72.3%，其中 66.3% 的存款来自于县域地区，56.5% 为定期存款。正因如此，重农行维持了较好的利息盈利能力，2016 年上半年的净利差与净利息收益率分别为 2.70% 及 2.85%。如何高效地利用这些资金，一直是重农行着重思考的问题。2016 年上半年，该行的投资证券余额为人民币 2,458 亿元，占其总资产的 31.8%。我们相信重农行将不断提升对资金的合理利用率，以期提升回报，在这一前提下，该行投资证券占总资产的比例预计将逐步提升至 50.0%。
- ❖ **创新业务模式，降低经营成本。**截至 2016 年上半年，重农行共拥有 1,776 家城市及县域营业网点，在农商行中占据首位。该行业务规模的不断扩大，有赖于其广泛的营业分支机构网络以及庞大的雇员基础。但与此同时，该行的营业支出与营业收入之比也因维系这些物理网点及员工而居高不下，尽管近年来已在缓慢下行，但 2016 年上半年这一比例仍然达到了 37.6%，一定程度上侵蚀了该行的盈利。展望未来，重农行有意将进一步削减营运开支列为重点工作。该行计划在县域地区创新服务模式，提供定时性、流动性的金融服务，更为合理地利用自身资源，节约运营成本，提高营运效率。
- ❖ **有充足拨备面对未来不良贷款的持续暴露。**截至 2016 年第三季度，重农行的不良贷款率及拨备覆盖率分别为 0.96% 及 405.09%。我们相信，与中国银行业整体面临的情形一致，公司未来仍然面对着不良贷款持续暴露的压力。不过，我们相信重农行已进行了充足的拨备来应对这一情况。自 2013 年起，该行的拨备覆盖率一直维持在 400.0% 以上的较高水平。
- ❖ **与同业相比，素质高而估值低。**近期新上市的重农行同业，九台农商行 (6122 HK) 目前股价相当于 2015 年市帐率的 1.22 倍，而重农行股价仅相当于 2015 年市帐率 0.82 倍。相较之下，重农行规模更大、资产素质更优，而估值明显较低，是理想的投资选项。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A
营业额 (百万人民币)	16,316	19,802	21,889
净利润 (百万人民币)	5,991	6,829	7,223
市帐率 (倍)	1.06	0.93	0.82
股息率 (%)	4.61	4.85	4.85
权益收益率 (%)	17.27	17.06	15.80
不良贷款率 (%)	0.80	0.78	0.98
拨备覆盖率 (%)	460.60	459.79	420.03

来源：公司

张淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

重庆农村商业银行(3618 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$4.63
市值 (港币百万)	43,059
过去 3 月平均交易 (港币百万)	32.72
52 周高/低 (港币)	5.08/ 3.44
发行股数 (百万)	9,300
主要股东(H 股)	Blackrock, Inc. (12.3%)

来源：彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-0.4%	-3.5%
3 月	-2.3%	0.6%
6 月	12.4%	7.9%

来源：彭博

过去一年股价



来源：彭博

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关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-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
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，并可能会受目标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上责任。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 (I) 2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广) 令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及 (II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至 (d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，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。