

公司报告

招商证券(香港)有限公司

重庆农村商业银行 (3618 HK)

2015年第1季业绩稳固，净利润双位数增长，资产质量稳定；重申买入评级

■ 15 年第 1 季净利同比增长 10.6%至 20 亿元人民币（下同），我们预料 2015 年全年净利润增速同比将达到 7%左右。

■ 各项盈利增长稳固，受手续费收入同比增长 100.8%，以及净利息收入同比增长 12.3%所驱，拨备前利润同比增长 17.4%。

■ 重庆农商行资产质量保持稳定，与同业形成明显对比，不良贷款余额环比持平，不良率环比有所下降。

15年第1季盈利增长坚挺，资产质量稳定

15 年第 1 季净利为 20 亿元，同比增长 10.6%，符合我们和市场预期。虽然从 2014 年 11 月起两次连续降息带来负面影响，但净利息收入增长仍然维持坚挺，加之手续费收入快速增长，这使得拨备前利润同比增长 17.4%。资产质量保持健康。拨备同比增加 58.4%，推动拨备覆盖率和拨贷比上升至更高水平，分别达 475.86%和 3.54%，均远超最低监管要求和行业平均水平。

正面因素：(1) 15 年第 1 季信用卡和理财业务手续费收入大幅增加，带动整体手续费收入急速增长，同比上升 100.8%。(2) 成本控制得到改善，成本收入比下降 1.59 个百分点至 38.35%。(3) 资产质量维持稳定，在无不良核销的情况下，不良贷款余额仅环比略升 0.2%，不良率环比下降 4 个基点至 0.74%。(4) 存款总额环比和同比增长分别达 9.3%和 16.6%，而贷款总额环比和同比增长 4.9%和 18.1%，从而使得 1 季存贷比下降至 56.71%。(5) 第 1 季盈利能力所有提升，总资产收益率环比上升 36 个百分点至 1.31%，净资产收益率环比提高了 4.82 个百分点至 19.12%。

负面因素：(1) 第 1 季净息差环比收窄 12 个基点至 3.28%，是我们覆盖的港股中资银行之中唯一一家净息差保持在远高于 3%的银行。(2) 风险加权资产快速扩张，使资本充足率略有下降，核心一级资本充足率/一级资本充足率/资本充足率下跌 0.17 个百分点/0.16 个百分点/0.26 个百分点至 9.95%/9.96%/12.19%。我们认为该行在今年或是明年将会有融资需求。

催化剂及估值

进一步放松货币政策，地方政府债风险可能的化解方案都可能是正面的催化剂。重庆农商行目前的估值水平为 1.04 倍的 15 年预测市净率和 6.96 倍的 15 年预测市盈率。我们认为相比行业平均估值 1.10 倍的 15 年预测市净率（截至 2015 年 4 月 29 日收盘价），估值仍然不高。

盈利预测及估值

百万元人民币	FY12	FY13	FY14	FY15E	FY16E
营业额	13,653	16,315	19,797	21,168	23,523
同比增长(%)	22.8%	19.5%	21.3%	10.1%	11.1%
净利润	5,361	5,991	6,823	7,299	7,939
同比增长(%)	26.3%	11.7%	14.0%	6.6%	8.8%
每股盈利(人民币)	0.58	0.64	0.73	0.78	0.85
每股股息(人民币)	0.17	0.19	0.20	0.23	0.25
市盈率(x)	9.48	8.48	7.44	6.96	6.40
市净率(x)	1.59	1.40	1.23	1.04	0.91
净资产收益率(%)	17.9%	17.6%	17.6%	16.0%	15.2%

注：2015年4月29日的收盘价

来源：彭博，公司资料，招商证券(香港)研究部

王冬儿

+852 3189 6176

dongerwang@cmschina.com.hk

郑汇亨

+852 3189 6394

seancheng@cmschina.com.hk

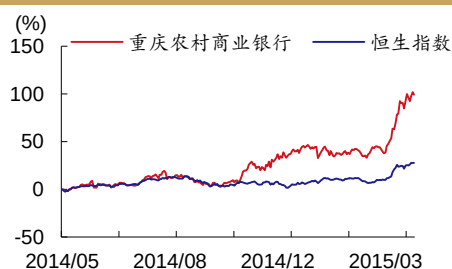
最新变动

不适用

买入

前次评级	买入
股价	HK\$6.77
12个月目标价 (下跌空间)	HK\$5.39 (-20.4%)
前次目标价：	HK\$5.39

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
3618 HK	44.3	84.7	119.9
HSI	16.0	19.2	26.5

行业：银行

恒生指数	28400
国企指数	14603

重要数据

52周股价区间(港元)	3.33-6.99
港股市值(十亿美元)	8.1
日均成交量(百万股)	11.05
每股净资产(人民币)	5.25

主要股东

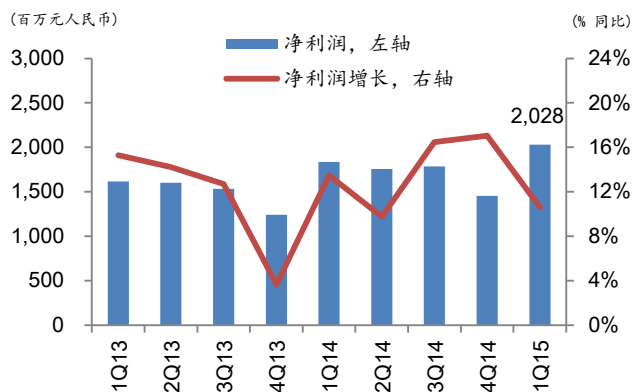
重庆渝富资产经营管理集团有限公司	6.77%
重庆市城市建设投资(集团)有限公司	6.68%
隆鑫控股有限公司	6.13%
总股数(十亿股)	9.3
自由流通量	100%

相关报告

1. 重庆农村商业银行 (3618 HK) - 14 年业绩稳固，净利润增长加快，资产质量稳定；重申买入（买入）2015/03/31
2. 重庆农村商业银行 (3618 HK) - 上半年税后净利润符合预期，资产质量恶化的风险在加剧（买入）2014/08/18

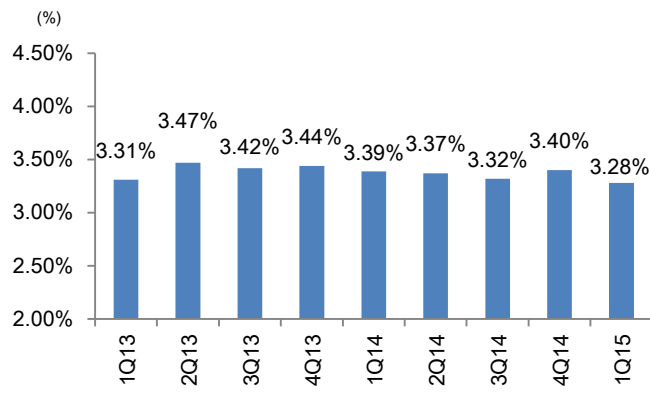
重点图表

图1: 季度净利润及同比增长



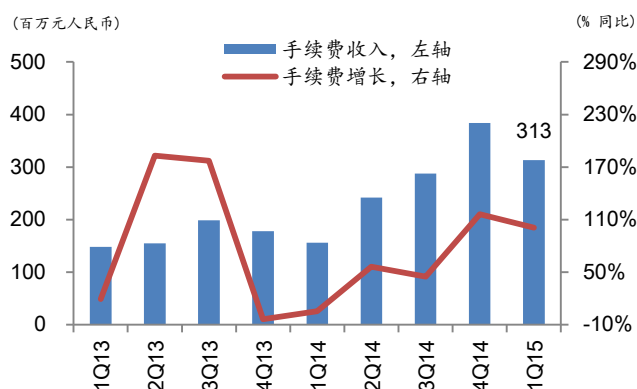
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 净息差季度走势



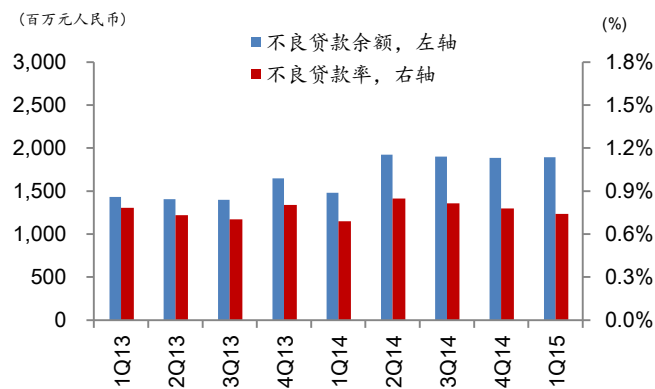
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 手续费收入及同比增长



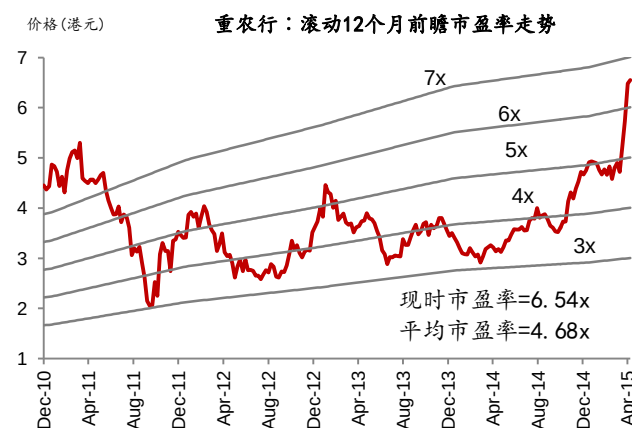
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: 不良贷款余额和不良率



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

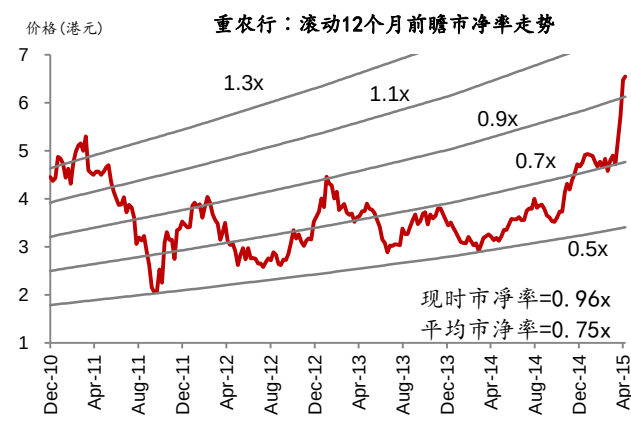
图5: 市盈率区间



注: 2015年4月24日的收盘价

来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港)

图6: 市净率区间



注: 2015年4月24日的收盘价

来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港)

图7: 1Q15业绩表

利润表 (百万元人民币)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	1Q15 q-q	1Q15 y-y	2014	2014 y-y
利息收入	7,584	8,355	8,856	8,300	8,917	7.4%	17.6%	33,095	21.8%
利息支出	(3,327)	(3,762)	(4,168)	(3,490)	(4,135)	18.5%	24.3%	(14,746)	28.5%
净利息收入	4,258	4,593	4,688	4,810	4,782	-0.6%	12.3%	18,349	16.8%
非利息收入	225	404	320	500	343	-31.5%	52.6%	1,448	136.6%
交易收益/损失	57	149	15	20	2	-90.9%	-96.9%	240	不适用
净佣金及手续费收入	156	242	288	384	313	-18.4%	100.8%	1,070	57.4%
其他	12	13	18	96	28	-71.4%	131.8%	139	6.6%
营业收入	4,482	4,996	5,008	5,310	5,125	-3.5%	14.3%	19,797	21.3%
营业支出	(1,790)	(1,998)	(2,137)	(2,475)	(1,965)	-20.6%	9.8%	(8,401)	16.6%
拨备前利润	2,692	2,998	2,871	2,835	3,160	11.4%	17.4%	11,396	25.1%
资产减值损失	(265)	(655)	(509)	(868)	(420)	-51.6%	58.4%	(2,297)	94.5%
包括: 贷款减值损失	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	(1,841)	89.2%
其他营业外收益	0	3	1	7	0	-99.9%	-74.2%	11	不适用
税前利润	2,427	2,346	2,363	1,974	2,740	38.8%	12.9%	9,110	15.1%
所得税费用	(583)	(588)	(600)	(526)	(688)	30.9%	18.0%	(2,297)	20.8%
净利润	1,844	1,758	1,763	1,448	2,051	41.6%	11.3%	6,813	13.3%
归属于少数股东净利润	10	1	(20)	(6)	23	不适用	129.3%	(15)	不适用
归属于母公司股东净利润	1,834	1,757	1,783	1,454	2,028	39.5%	10.6%	6,828	14.0%

资产负债表(百万元人民币)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	1Q15 q-q	1Q15 y-y	2014	2014 y-y
总资产	549,805	594,481	608,685	618,889	637,743	3.0%	16.0%	618,889	23.2%
贷款总额	215,029	226,645	233,463	242,198	253,978	4.9%	18.1%	242,198	18.0%
不良贷款余额	1,482	1,924	1,902	1,887	1,892	0.2%	27.7%	1,887	14.4%
贷款减值准备	7,417	8,056	8,416	8,678	9,002	3.7%	21.4%	8,678	22.2%
总存款额	384,093	395,088	405,716	409,720	447,818	9.3%	16.6%	409,720	17.8%
归属于母公司股东权益	38,146	38,186	39,958	41,426	43,455	4.9%	13.9%	41,426	14.3%
每股数据 (人民币)									
发行股数 (百万股)	9,300	9,300	9,300	9,300	9,300	0.0%	0.0%	9,300	0.0%
每股净资产	4.10	4.11	4.30	4.45	4.67	4.9%	13.9%	4.45	14.3%
每股盈利	0.20	0.19	0.19	0.15	0.22	46.7%	10.0%	0.73	14.1%
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.20	0.00	不适用	不适用	0.20	5.3%
拨备前利润	0.29	0.32	0.31	0.30	0.34	11.4%	17.4%	1.23	25.1%

比率 (%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	1Q15 q-q	1Q15 y-y	2014	2014 y-y
1. 成本收入比	39.94%	40.00%	42.68%	46.61%	38.35%	-8.26pp	-1.59pp	42.43%	-1.74pp
2. 有效税率	24.03%	25.07%	25.38%	26.64%	25.12%	-1.52pp	1.10pp	25.21%	1.19pp
3. 总资产收益率	1.40%	1.23%	1.17%	0.94%	1.31%	0.36pp	-0.10pp	1.22%	-0.07pp
4. 净资产收益率	19.72%	18.42%	18.26%	14.30%	19.12%	4.82pp	-0.60pp	17.58%	0.00pp
5. 存贷比	55.98%	57.37%	57.54%	59.11%	56.71%	-2.40pp	0.73pp	59.11%	0.11pp
6. 不良贷款率	0.69%	0.85%	0.81%	0.78%	0.74%	-4bps	5bps	0.78%	-2bps
7. 拨备覆盖率	500.45%	418.72%	442.49%	459.79%	475.86%	16.07pp	-24.59pp	459.79%	29.19pp
8. 拨贷比	3.45%	3.55%	3.60%	3.58%	3.54%	-4bps	9bps	3.58%	12bps
9. 净息差	3.39%	3.37%	3.32%	3.40%	3.28%	-12bps	-11bps	3.37%	-4bps
10. 信用成本	0.50%	1.19%	0.89%	1.46%	0.68%	-78bps	17bps	0.82%	31bps
11. 非利息收入占比	5.01%	8.08%	6.39%	9.42%	6.69%	-2.73pp	1.68pp	7.32%	3.56pp
12. 手续费收入占比	3.48%	4.84%	5.75%	7.23%	6.12%	-1.12pp	2.63pp	5.40%	1.24pp
13. 核心一级资本充足率	10.96%	9.80%	9.87%	10.12%	9.95%	-0.17pp	-1.01pp	10.12%	-1.73pp
14. 一级资本充足率	10.96%	9.80%	9.87%	10.12%	9.96%	-0.16pp	-1.00pp	10.12%	-1.73pp
15. 资本充足率	12.60%	12.68%	12.69%	12.45%	12.19%	-0.26pp	-0.41pp	12.45%	-1.19pp

来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

财务预测表

资产负债表

百万元人民币	FY12	FY13	FY14	FY15E	FY16E
现金及存放中央银行款项	58,964	68,782	79,334	130,599	150,011
存放同业及其他金融机构款项	42,012	48,712	104,223	65,469	72,016
买入返售金融资产	51,765	70,829	54,644	62,329	68,562
发放贷款和垫款	167,615	198,151	233,520	259,403	292,734
证券投资	82,987	84,165	117,736	96,455	102,145
为交易而持有的金融资产	21,887	21,818	16,990	25,920	27,994
对联营公司投资	100	100	106	100	100
物业和设备	3,154	3,574	4,353	3,719	3,793
递延税资产	1,457	1,867	2,151	2,098	2,224
其他资产	3,887	4,447	5,832	4,716	4,951
资产总额	433,827	502,446	618,889	650,808	724,530
同业及其他金融机构存款	49,094	66,345	95,018	85,452	95,706
向中央银行借款	110	185	6,776	308	388
卖出回购金融资产款项	42,639	37,241	47,284	36,198	39,456
为交易而持有的金融负债	5,076	1,040	500	1,236	1,347
客户存款	294,510	347,883	409,720	462,096	514,980
应交税金	652	981	772	1,177	1,177
已发行债券	2,300	2,300	5,000	5,000	5,000
其他负债	7,229	9,582	10,970	9,773	9,773
负债总额	401,611	465,556	576,041	601,240	667,827
股本	9,300	9,300	9,300	9,300	9,300
资本公积	9,202	9,202	9,202	9,202	9,202
其他公积	8,619	11,799	13,471	14,372	15,832
盈余公积	4,786	5,950	9,453	15,922	21,519
少数股东权益	309	638	1,422	772	849
股东权益合计	32,216	36,889	42,848	49,567	56,703

增长率 (%同比)

	FY12	FY13	FY14	FY15E	FY16E
净利息收入	24.6%	19.9%	16.8%	10.1%	10.6%
非利息收入	-8.5%	9.1%	136.6%	9.8%	19.1%
经营收入	22.8%	19.5%	21.3%	10.1%	11.1%
经营费用	27.2%	18.7%	16.6%	14.1%	13.8%
拨备前利润	19.5%	20.2%	25.1%	7.0%	8.8%
拨备	-39.7%	131.0%	94.5%	15.0%	9.2%
税前收益	28.6%	12.0%	15.1%	5.6%	8.8%
税后收益	26.6%	11.8%	13.3%	6.6%	8.8%
归属于母公司权益利润	26.3%	11.7%	14.0%	6.6%	8.8%
贷款总额	20.2%	18.3%	18.0%	14.4%	13.2%
资产总额	25.8%	15.8%	23.2%	12.7%	11.3%
风险加权资产	31.2%	9.0%	35.0%	16.5%	15.7%
客户存款	19.7%	18.1%	17.8%	13.4%	11.4%
负债总额	26.8%	15.9%	23.7%	12.5%	11.1%

注: 2015 年 4 月 29 日的收盘价

来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港)

综合收益表

百万元人民币	FY12	FY13	FY14	FY15E	FY16E
利息收入	22,332	27,180	33,095	32,111	36,403
利息支出	(9,239)	(11,477)	(14,746)	(12,216)	(14,396)
净利息收入	13,092	15,703	18,349	19,895	22,007
手续费及佣金净收入	436	680	1,070	1,138	1,367
交易相关的利润	13	(198)	240	(20)	(22)
其他经营收入	112	130	139	155	170
非利息收入	561	612	1,448	1,273	1,516
经营收入	13,653	16,315	19,797	21,168	23,523
经营费用	(6,075)	(7,208)	(8,401)	(9,642)	(10,977)
拨备前利润	7,579	9,108	11,396	11,526	12,546
拨备	(511)	(1,181)	(2,297)	(1,907)	(2,083)
其他非经营利润	1	(10)	5	5	6
税前收益	7,068	7,916	9,105	9,624	10,468
所得税费用	(1,690)	(1,902)	(2,297)	(2,310)	(2,512)
税后收益	5,378	6,015	6,808	7,314	7,956
归属于少数股东权益净利润	(16)	(24)	15	(15)	(17)
归属于母公司的净利润	5,361	5,991	6,823	7,299	7,939

比率 (%)

	FY12	FY13	FY14	FY15E	FY16E
净息差	3.50%	3.41%	3.37%	3.14%	3.02%
净利差	3.26%	3.19%	3.14%	3.03%	2.94%
资产收益率	5.97%	5.84%	6.00%	5.07%	4.99%
资金成本	2.71%	2.65%	2.86%	2.03%	2.05%
有效税率	23.91%	24.02%	25.21%	24.00%	24.00%
成本收入比	44.49%	44.18%	42.43%	45.55%	46.67%
非利息收入与经营收入比	4.11%	3.75%	7.32%	6.01%	6.44%
存贷比	58.93%	59.00%	59.11%	58.73%	59.66%
不良贷款率	0.98%	0.80%	0.78%	0.87%	0.89%
拨备覆盖率	350.60%	430.60%	459.80%	507.25%	530.05%
拨贷比	3.43%	3.46%	3.58%	4.42%	4.72%
信用成本	0.17%	0.51%	0.82%	0.75%	0.72%
现金分红率	29.49%	29.50%	29.49%	29.50%	29.50%
总资产收益率	1.38%	1.28%	1.22%	1.19%	1.16%
净资产收益率	17.95%	17.58%	17.58%	16.02%	15.17%
核心一级资本充足率	11.30%	11.85%	10.12%	9.85%	9.73%
一级资本充足率	11.30%	11.85%	10.12%	9.85%	9.73%
资本充足率	13.22%	13.64%	12.45%	11.88%	11.65%

每股数及估值

	FY12	FY13	FY14	FY15E	FY16E
每股净资产(人民币)	3.43	3.90	4.45	5.25	6.01
每股收益(人民币)	0.58	0.64	0.73	0.78	0.85
每股股利(人民币)	0.17	0.19	0.20	0.23	0.25
市盈率(倍)	9.48	8.48	7.44	6.96	6.40
市净率(倍)	1.59	1.40	1.23	1.04	0.91
股息率(%)	3.11	3.48	3.66	4.24	4.62

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外, 招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828