



买入

14% ↑

目标价格: 港币 5.38

原目标价格: 港币 4.45

3618.HK

价格: 港币 4.72

目标价格基础: 0.9 倍 2015 年市净率

板块评级: 中立

重庆农村商业银行

2014 年业绩符合预期, 基本面稳健

重庆农商行公告 2014 年归属于母公司股东净利润同比增长 14.0% 至 68 亿人民币, 其中 4 季度净利润 15 亿人民币, 同比增长 17.1%, 符合我们预期。该行 2014 年业绩稳健, 其中存贷款规模稳定增长、净息差维持高位、净手续费收入大幅提升, 而最为重要的是, 资产质量保持稳定。展望未来, 我们预计重庆农商行依托于重庆县域金融业务的领先优势和重庆相对较好区域经济发展潜力, 盈利增长将优于同业。重申对该行的买入评级, 目标价上调至 5.38 港币, 估值基础为 2015 年预期市净率。

支撑评级的要点

- **存贷款稳定增长。**2014 年重庆农商行存贷款双双同比增长 18%, 高于同业平均水平。我们预计未来该行将保持高于行业平均水平的存贷款增长速度, 得益于: (1) 县域高粘性客户收入增长支撑存款扩张; (2) 重庆经济发展较快, 带动更多贷款需求; (3) 存贷比较低 (2014 年底为 59%)。
- **净息差保持高位。**根据期初和期末余额推算, 重庆农商行 14 年 4 季度净息差为 3.18%, 比 3 季度高 2 个基点, 并处于上市银行中最高水平。我们预计在降息和利率自由化过程中, 重庆农商行净息差的下降速度将慢于行业平均水平, 原因是: (1) 定期存款比例较高 (截至 2014 年底占 61%), 降息后存款成本降幅较大; (2) 县域存款客户基础良好且忠诚度较高, 存款竞争压力较小。
- **贷款质量稳定。**14 年 4 季度, 重庆农商行不良贷款率环比下降 3 个基点至 0.78%, 不良贷款余额环比减少 1% 至 18.9 亿人民币。核销是不良贷款减少的主因。如果算入核销, 14 年下半年年化不良贷款形成率处于 0.3% 的较低水平, 与上半年持平, 表明该行的资产质量明显好于同业。展望未来, 重庆经济环境较好, 有助于农商行更好地控制资产质量风险。此外, 该行的拨备覆盖率较高 (截至 2014 年底为 460%), 相对于其他银行而言未来拨备压力较小。

评级面临的主要风险

- 重庆潜在的区域政治或经济风险。

估值

- 重庆农商行股价目前对应 0.79 倍 2015 年预期市净率或 4.72 倍 2015 年预期市盈率。在持续看好该行稳健基本面的同时, 我们相信其较低的估值也具有一定安全边际。重申 **买入** 评级, 将目标价上调至 5.38 港币, 对应 0.9 倍 2015 年预期市净率。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入 (人民币 百万)	16,306	19,808	21,418	23,802	25,576
变动 (%)	19.4	21.5	8.1	11.1	7.5
净利润 (人民币 百万)	5,991	6,828	7,369	7,744	8,033
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.64	0.73	0.79	0.83	0.86
变动 (%)	10.3	14.1	8.2	5.1	3.6
先前预测每股收益 (人民币)			0.82	0.87	
调整幅度 (%)			(3.7)	(4.6)	
全面摊薄市盈率 (倍)	5.83	5.11	4.72	4.49	4.34
每股账面价值 (人民币)	3.90	4.45	5.03	5.64	6.27
价格/每股账面价值 (倍)	0.96	0.84	0.74	0.66	0.59
每股股息 (人民币)	0.19	0.20	0.21	0.22	0.23
股息率 (%)	5.10	5.36	5.63	5.90	6.17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(2.3)	(2.3)	(0.6)	42.2
相对恒生中国企业指数	(6.0)	(0.9)	(5.5)	30.0

发行股数 (百万)	9,300
流通股 (%)	27
流通股市值 (港币 百万)	11,852
3 个月日均交易额 (港币 百万)	NA
主要股东 (%)	
重庆渝富资产管理集团	6.8

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2015 年 3 月 27 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融: 银行

孙洁妮*

(8610) 6622 9335

jieni.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514090001

*唐伟城、袁琳为本报告重要贡献者

图表 1. 2014 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2014	2013	同比变动(%)	14 年 4 季度 同比变动(%)
净利息收入	18,349	15,703	16.9	16.7
手续费收入	1,069	680	57.2	115.7
其他非息收入	390	(77)	(606.5)	(410.0)
经营收入	19,808	16,306	21.5	24.9
经营费用	(7,077)	(6,145)	15.2	11.3
拨备前利润	12,731	10,161	25.3	35.6
拨备	(2,297)	(1,181)	94.5	77.1
拨备后利润	10,434	8,980	16.2	24.8
营业税	(1,324)	(1,063)	24.6	36.4
营业外收入	0	0	NA	NA
税前利润	9,110	7,917	15.1	22.8
企业所得税	(2,297)	(1,902)	20.8	47.3
净利润	6,813	6,015	13.3	15.8
少数股东权益	15	(24)	(162.5)	(155.6)
归属股东净利润	6,828	5,991	14.0	17.1

资料来源: 公司数据、中银国际研究

图表 2. 2014 年实际业绩与预测值差异

(人民币, 百万)	预测值	实际值	差异(%)
净利息收入	18,125	18,349	1.2
手续费收入	907	1,069	17.9
其他非息收入	178	390	119.1
经营收入	19,210	19,808	3.1
经营费用	(6,992)	(7,077)	1.2
拨备前利润	12,218	12,731	4.2
拨备费用	(2,137)	(2,297)	7.5
经营利润	10,081	10,434	3.5
营业税	(1,120)	(1,324)	18.2
非经常性收益/亏损	0	0	NA
税前利润	8,961	9,110	1.7
所得税	(2,167)	(2,297)	6.0
净利润	6,794	6,813	0.3
少数股东权益	(5)	15	(400.0)
归属于股东净利润	6,789	6,828	0.6

资料来源: 公司数据、中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利息收入	15,703	18,349	19,599	21,607	22,980
净手续费及佣金	680	1,069	1,390	1,724	2,078
其他非息收入	(77)	390	429	471	518
经营收入	16,306	19,808	21,418	23,802	25,576
经营费用	(6,145)	(7,077)	(7,731)	(8,285)	(8,827)
拨备前经营利润	10,161	12,731	13,687	15,517	16,749
贷款损失拨备	(973)	(1,841)	(2,329)	(3,457)	(3,904)
其他风险拨备	(208)	(456)	(272)	(204)	(280)
经营利润	8,980	10,434	11,086	11,856	12,565
非经常性项目	0	0	0	0	0
应占联营公司利润	0	0	0	0	0
营业税	(1,063)	(1,324)	(1,235)	(1,349)	(1,459)
税前利润	7,917	9,110	9,851	10,507	11,106
所得税	(1,902)	(2,297)	(2,477)	(2,757)	(3,067)
税后利润	6,015	6,813	7,374	7,750	8,039
少数股东权益	(24)	15	(5)	(6)	(6)
净利润	5,991	6,828	7,369	7,744	8,033
变动 (%)	11.8	14.0	7.9	5.1	3.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
资产					
现金及等价物	3,364	3,527	3,633	3,742	3,854
银行间贷款	184,959	234,675	252,068	268,543	279,570
衍生产品交易投资	0	0	0	0	0
总客户预付款	205,253	242,198	275,975	307,898	340,211
减: 拨备	(7,102)	(8,678)	(10,498)	(13,346)	(16,541)
长期投资	106,084	134,831	160,429	193,200	235,185
联营公司权益	0	0	0	0	0
净固定资产	3,574	4,353	5,393	6,595	7,989
其他资产	6,314	7,983	8,705	9,472	10,290
总资产	502,446	618,889	695,705	776,104	860,558
负债及权益					
客户存款	347,883	409,720	459,959	508,922	557,723
银行存款及结余	103,771	149,079	171,448	196,089	224,623
其他借款	2,300	5,000	5,000	5,000	5,000
总借款	453,954	563,799	636,407	710,011	787,346
其他负债	11,603	12,242	11,069	12,208	13,460
总负债	465,557	576,041	647,476	722,219	800,806
普通股股本(面值)	9,300	9,300	9,300	9,300	9,300
准备金(包括股本溢价)	21,001	22,673	24,885	25,660	26,464
留存收益	5,950	9,453	12,620	17,498	22,558
总股东权益	36,251	41,426	46,805	52,458	58,322
少数股东权益	638	1,422	1,424	1,427	1,430
已运用资本	36,889	42,848	48,229	53,885	59,752
总负债及权益	502,446	618,889	695,705	776,104	860,558

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	7,917	9,110	9,851	10,507	11,106
非现金项目	(390)	(2,907)	3,130	4,295	4,961
交易活动产生的现金	7,527	6,203	12,981	14,802	16,067
运营资本变动	710	45,708	31,346	40,934	34,996
经营产生的现金流	8,237	51,911	44,327	55,736	51,063
投资及融资回报	2,414	2,159	(2,509)	(2,761)	(3,040)
总现金流	10,651	54,070	41,818	52,975	48,023
投资	(2,422)	(34,993)	(27,382)	(34,912)	(44,555)
自由现金流	8,229	19,077	14,436	18,063	3,468
融资活动产生的净现金	(1,302)	1,726	(1,986)	(2,092)	(2,168)
现金增/(减)	6,927	20,803	12,450	15,971	1,300

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

* 现金的增减不单包括资产负债表中现金项的变化, 还包括超额存款准备金和一部分同业资产的变化

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
生息资产收益率	5.88	5.97	5.66	5.51	5.39
资金成本	2.72	2.90	2.88	2.78	2.80
利差	3.16	3.07	2.78	2.73	2.59
净息差	3.40	3.31	3.01	2.96	2.83
其他收入总收入	3.70	7.37	8.49	9.22	10.15
成本收入比	37.69	35.73	36.10	34.81	34.51
有效税率	24.02	25.21	25.14	26.24	27.62
增长率					
贷款增长率	18.26	18.00	13.95	11.57	10.49
存款增长率	18.12	17.78	12.26	10.65	9.59
资产增长率	15.82	23.18	12.41	11.56	10.88
流动性					
贷存比	59.00	59.11	60.00	60.50	61.00
贷款资金比	58.61	58.40	59.35	59.91	60.46
贷款资产比	40.85	39.13	39.67	39.67	39.53
资产质量					
不良贷款率	0.80	0.78	1.03	1.53	2.17
一般拨备比率	0.03	0.31	0.60	0.90	1.10
特殊拨备覆盖率	3.46	3.58	3.80	4.33	4.86
总拨备覆盖率	430.42	459.88	370.82	283.6	224.01
信用成本	0.62	1.03	1.00	1.25	1.29
资本充足率					
权益资产比率	7.34	6.92	6.93	6.94	6.94
盈余资本	5.64	4.45	3.39	3.27	3.47
总资本充足率	13.64	12.45	11.39	11.27	11.47
一级资本充足率	11.85	10.12	10.10	10.04	10.27
回报率					
资产收益率	1.28	1.22	1.12	1.05	0.98
净资产收益率	17.58	17.58	16.70	15.60	14.50
已运用资本收益率	17.34	17.13	16.18	15.17	14.14
结构性已运用资本收益率	26.87	23.72	20.79	19.28	18.11

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371