



601077.SH

增持

市场价格:人民币 6.60

板块评级:强于大市

本报告要点

- 零售业务特色突出, 盈利水平领先可比同业

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(2.5)	0.5	0.0	0.0
相对上证指数	(2.2)	(2.6)	(3.2)	(19.6)

发行股数(百万)	11,357
流通股(%)	10
总市值(人民币 百万)	74,956
3个月日均交易额(人民币 百万)	586
资本充足率(2019Q3)	13.65
主要股东(%)	
重庆渝富资产管理集团有限公司	9

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2020年1月16日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

*熊颖为本报告重要贡献者

渝农商行

零售业务特色突出, 盈利水平领先可比同业

渝农商行主要布局在重庆, 是目前国内资产规模最大、网点布局最广的农村商业银行。公司在重庆地区的零售市场份额一直处于领先水平, 受益于良好的地方经济环境, 发展潜力值得期待。渝农商行主要股东为重庆市国资委控股企业和地方企业, 与地方政府一直保持良好合作关系。公司净息差处于行业前列, 资产质量稳健, 首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- 国内最大农商行, 深耕本地市场。渝农商行主要布局在重庆, 截至19年3季度总资产10,342亿元, 净利润为86.3亿元, 无论从资产规模和净利润考虑, 均为全国最大的农村商业银行。重庆市是国内唯一具有省级区域幅员的直辖市, 区域经济一直保持较为良好的增长态势, 为渝农商行的发展提供了良好的环境和区域纵深。公司前三大股东为地方国资、财政控股企业, 合计持股23.7%, 其余有150余家法人股东为重庆市本地企业, 公司发展与地方经济高度捆绑。
- 个人业务特色突出, 零售发展潜力可期。作为网点数全国第一的农商行, 渝农商行的个人业务在地区具备突出的竞争优势。负债端, 个人存款的市场份额在重庆地区常年保持第一(接近30%), 2019H存款结构中个人存款占比74.3%, 远超市农商行平均。资产端, 个人贷款市占率同样处于重庆地区前列(11%左右), 地方最大零售银行地位稳固。同时, 公司近两年零售贷款占比和零售营收贡献均稳步提升, 结构上非按揭类贷款占比超50%, 受益于区域较为发达的第三产业和居民较强的消费需求, 未来区域零售业务潜力值得期待。
- ROE领先可比同业, 资产端结构逐步优化。渝农商行盈利能力处于行业前列, 2019H年化ROE为15.7%, 在上市农商行中排名第一。拆分ROE可见, 公司ROE较高主要是基于丰富的零售客户资源, 净手续费收入在营收中的占比远高于上市农商行平均, 同时成本管控得力, 资产质量稳健。息差方面, 截至2019H公司净息差2.35%, 绝对值在上市银行中排名靠前, 在上市农商行中处于中游。目前公司信贷资产占比在农商行中相对偏低(2019H为38.8%), 但近两年已有明显抬升, 预计资产端结构的逐步调整优化, 未来将正向支撑公司息差和ROE表现。
- 资产质量整体稳健, 拨备计提充分。渝农商行资产质量总体稳健, 2019H不良率1.25%, 关注类贷款占比2.41%, 在可比同业中处于较低水平。且公司不良认定严格, 截至2019H, 逾期90天以上贷款/不良贷款余额比例为78.8%。截至2019H末, 公司拨备覆盖率为368.8%, 在上市农商行中仅次于常熟银行, 风险抵御能力较强, 对业务的稳定增长形成支撑。

估值

- 我们预计渝农商行20/21年EPS分别为1.23/1.43元, 目前股价对应20/21年PB为0.75/0.67, PE为5.35/4.62, 首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致资产质量恶化超预期, 中美贸易摩擦进一步升级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(人民币 百万)	23,988	26,110	26,772	30,696	34,938
变动(%)	10.5%	8.8%	2.5%	14.7%	13.8%
净利润(人民币 百万)	8,936	9,058	10,641	12,344	14,286
变动(%)	12.5%	1.4%	17.5%	16.0%	15.7%
净资产收益率(%)	15.5%	13.6%	14.3%	14.8%	15.3%
每股收益(人民币)	0.89	0.91	1.06	1.23	1.43
市盈率(倍)	7.39	7.29	6.20	5.35	4.62
市净率(倍)	1.04	0.94	0.84	0.75	0.67

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

目录

一、公司概况：国内最大的农村商业银行	5
1.1 公司简介：网点广布的全国最大农商行	5
1.2 公司股权结构	6
1.3 区域位置优越，深耕本地市场	6
二、业务特色：个人业务优势明显	8
2.1 个人业务市占率亮眼，揽储能力突出	8
2.2 零售贷款占比提升，零售转型潜力可期	9
2.3 小微业务特色，涉农贷款占比较高	9
三、基本面财务分析：ROE 在上市农商行中最高	11
3.1 手续费收入占比农商行第一，增速触底回升	12
3.2 资产质量：不良率优于可比同业，拨备计提压力较轻	13
3.3 息差：息差处农商行中游水平，信贷占比稳步提升	15
3.4 成本管控成效明显，成本收入比上市农商最低	17
3.5 资本充足率维持较高水平	17
四、盈利预测及估值	19
4.1 盈利预测	19
4.2 估值分析	19
风险提示	21



图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 渝农商行发展大事记简图.....	5
图表 2. 资产规模最大的农村商业银行.....	5
图表 3. 网点数量最多的农村商业银行.....	5
图表 4. 渝农商行前十大股东列表 (2019H).....	6
图表 5. 2019H 重庆市 GDP 总量全国城市排名第 6.....	7
图表 6. 重庆 GDP 增速触底回升利好本地银行稳定发展.....	7
图表 7. 个人存款市场份额重庆地区排名第一.....	8
图表 8. 个人贷款市场份额名列前茅.....	8
图表 9. 个人存款在存款中的占比农商行中最高.....	8
图表 10. 存款在负债中的占比较高.....	8
图表 11. 零售贷款占比提升.....	9
图表 12. 个人银行业务营收贡献度提升.....	9
图表 13. 非按揭类贷款占比超过 50%.....	9
图表 14. 重庆地区三产结构占比 (2019Q3).....	9
图表 15. 小微贷款在总贷款中的占比超过 30%.....	10
图表 16. 涉农贷款市场份额区域第一.....	10
图表 17. 2019 年公司净利润增速触底回升.....	11
图表 18. 其他非息收入拖累营收表现.....	11
图表 19. 2019H 公司 ROE 在农商行中处于领先水平.....	11
图表 20. 渝农商行 ROE 处于较高水平.....	11
图表 21. 主要农商行 ROE 拆分比较 (2019H).....	12
图表 22. 手续费占比农商行中最高.....	12
图表 23. 手续费构成以理财和代理手续费为主.....	12
图表 24. 净手续费佣金收入增速回升.....	13
图表 25. 手续费佣金在营收中的占比绝对水平较低.....	13
图表 26. 不良贷款率在同业中处于低位.....	13
图表 27. 不良认定较为严格.....	13
图表 28. 关注类贷款占比有所提升.....	14
图表 29. 关注类贷款同业比较偏低.....	14
图表 30. 不良生成率环比回落.....	14



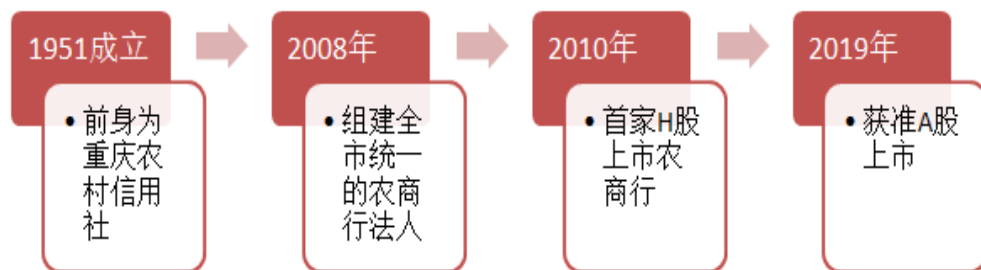
图表 31. 不良生成同业比较仍处相对低位.....	14
图表 32. 公司拨备覆盖率处于行业较高水平	15
图表 33. 2019H 季度末公司拨备覆盖率 368.8%.....	15
图表 34. 净息差处上市农商行中游水平	15
图表 35. 净息差在主要上市银行中排名靠前	15
图表 36. 生息资产收益率在农商行中偏低.....	15
图表 37. 付息负债成本率在农商行中处中游水平.....	15
图表 38. 贷款占比小幅提升.....	16
图表 39. 贷款占比同业比较偏低.....	16
图表 40. 渝农商行贷款收益率相对偏低.....	16
图表 41. 渝农商行证券投资收益率处于中等偏上水平	16
图表 42. 2019H 活期存款占比同业比较.....	17
图表 43. 存款成本率并不算高.....	17
图表 44. 成本收入比持续压降.....	17
图表 45. 成本收入在上市农商行中较低.....	17
图表 46. 2019H 公司资本充足率 13.5%.....	18
图表 47. 核心一级资本充足率在农商行中处于较高水平.....	18
图表 48. 对标银行的估值比较分析.....	20
图表 49. 报告中提及上市公司估值表	22
损益表(人民币 十亿元).....	23
主要比率 (人民币 十亿元).....	23

一、公司概况：国内最大的农村商业银行

1.1 公司简介：网点广布的全国最大农商行

重庆农村商业银行的前身由重庆市农村信用社联合社及重庆市辖区内 39 个区县行社改制重组设立，于 2008 年 6 月 29 日正式挂牌开业。2010 年 12 月重庆农商行成功在 H 股上市，成为全国首家上市农村商业银行、首家境外上市地方银行、西部首家上市银行。2019 年 9 月，重庆农商行获证监会核准 A 股上市，简称渝农商行 (601077.SH)。截至 2019 年 9 月 30 日，公司资产规模达约 10,342 亿元，2019 年前三季度实现归属于母公司净利润 86.3 亿元。无论从资产规模和净利润考虑，均为全国最大的农村商业银行。2019 年，公司在英国《银行家》杂志“2019 年全球银行 1000 强”名单中，按核心资本排名位列全球商业银行第 137 位、中国商业银行第 22 位、中国农村商业银行第 1 位。

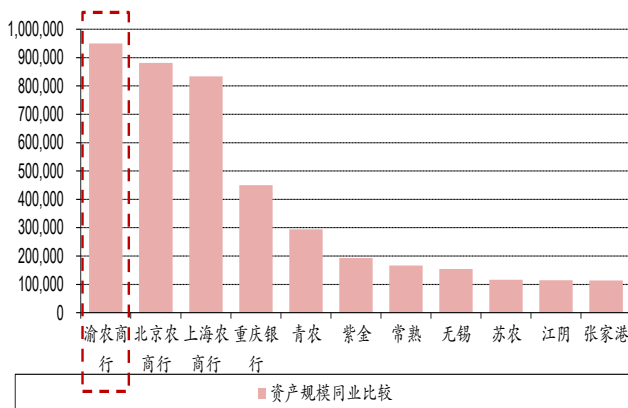
图表1.渝农商行发展大事记简图



资料来源：万得，中银国际证券

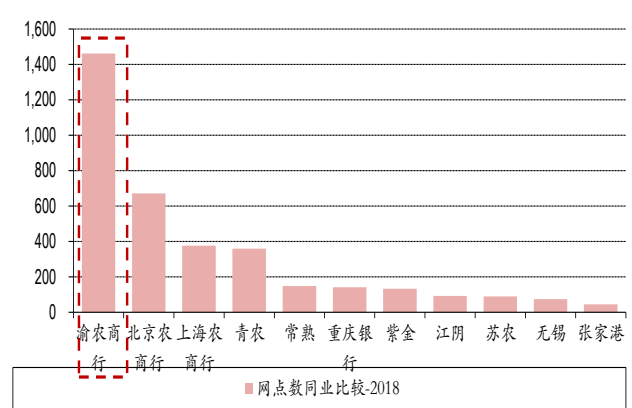
渝农商行还是全国网点分布最广的农村商业银行和重庆地区网点最为广布的银行金融机构。截至 2019 年 6 月 30 日，公司下辖 6 家分行、36 家一级支行，共 1,775 个营业机构。其中重庆县域设有 1,461 个机构，重庆市外设有 2 个机构。在县域地区广布的网点为重庆农商行带来了丰富的零售客户资源，为公司在个人业务领域的鲜明特色打下了坚实的基础。

图表2.资产规模最大的农村商业银行



资料来源：万得，中银国际证券

图表3.网点数量最多的农村商业银行



资料来源：万得，中银国际证券



1.2 公司股权结构

截至 2019 年半年末，渝农商行前 10 大股东中持股比例超过 5% 的共有 4 家，分别为重庆渝富资产经营管理集团有限公司 (9.88%)、重庆市城市建设投资集团 (7.97%)、重庆交通旅游投资集团 (5.89%)、隆鑫控股有限公司 (5.70%)。前三大股东中，重庆渝富及重庆城投为重庆市国资委监管的国有企业，交旅集团为重庆市财政局监管的国有企业，合计持股 23.7%，国资背景浓厚。隆鑫控股是本地实力雄厚的民营企业。除前 10 大股东外，渝农商行的法人股东还包含 150 余家本地企业，使得渝农商行与地方经济发展高度捆绑，在区域竞争中具备相对优势。

图表4.渝农商行前十大股东列表 (2019H)

序号	股东名称	股东性质	持股比例 (%)
1	重庆渝富资产经营管理集团有限公司	国家股股东	9.88
2	重庆市城市建设投资(集团)有限公司	国家股股东	7.97
3	重庆交通旅游投资集团有限公司	国家股股东	5.89
4	隆鑫控股有限公司	社会法人股	5.70
5	重庆财信企业集团有限公司	社会法人股	4.43
6	北京九鼎房地产开发有限责任公司	社会法人股	3.00
7	BlackRock, Inc.	H 股	2.48
8	厦门市高鑫泓股权投资有限公司	社会法人股	2.00
9	Fosun International Limited	H 股	1.76
10	Citigroup Inc.	H 股	1.62

资料来源：万得，中银国际证券

1.3 区域位置优越，深耕本地市场

作为根植于地方的农村商业银行，渝农商行主要布局在经济基础较好且具备良好发展潜力的重庆。重庆作为我国中西部唯一的直辖市，是我国唯一具有省级区域幅员，行政管辖面积最大的直辖市，为渝农商行的发展提供了较为广阔的市场纵深。重庆市位处长江经济带和“一带一路”的连接处，区域位置优越，近年来西部大开发和“一带一路”建设的利好政策为其飞速发展提供了有力保障。2012-2017 年，重庆地区生产总值增速位居前列持续高于全国平均，其中，2014 年至 2016 年同比增速连续三年位居全国各省、市、自治区第一。近 2 年重庆地区经济正经历供给侧结构性改革调整，2018 年地区生产总值同比增长 6.0%，增速有所放缓，进入 2019 年以来，重庆地区经济有企稳复苏迹象，截至 3 季度末 GDP 同比增速回升至 6.3%，超出全国平均，利好地方金融机构的稳定发展。

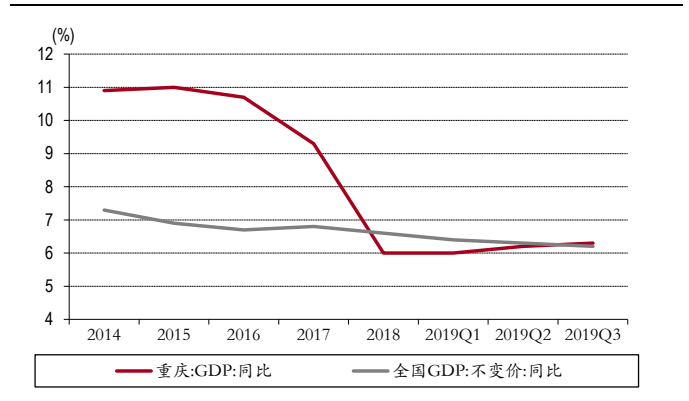


图表5.2019H 重庆市 GDP 总量全国城市排名第 6

排名	城市	GDP (亿元)	GDP 增速 (%)
1	上海	16410	5.9
2	北京	15213	6.3
3	深圳	12134	7.4
4	广州	11756	7.1
5	天津	10371	4.6
6	重庆	10335	6.2
7	苏州	9548	6.0
8	成都	7702	8.2
9	武汉	7479	8.1
10	杭州	6949	6.9

资料来源：万得，中银国际证券

图表6.重庆 GDP 增速触底回升利好本地银行稳定发展



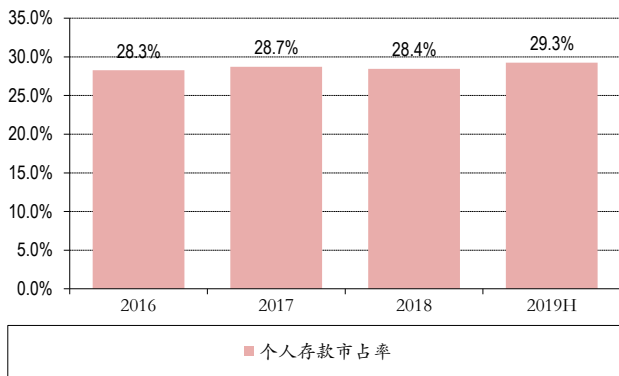
资料来源：万得，中银国际证券

二、业务特色：个人业务优势明显

2.1 个人业务市占率亮眼，揽储能力突出

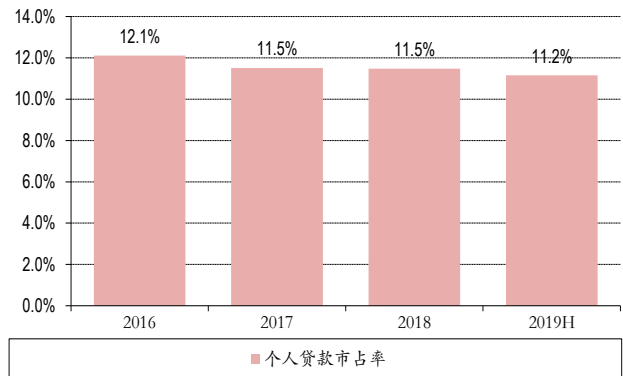
重庆农商行的个人业务在重庆地区具备突出的竞争优势。凭借地区排名第一的网点规模，零售客户资源丰富，渝农商行个人存款的市场份额在重庆地区常年保持第一。截至2019年半年末，个人存款市占率接近30%，竞争优势突出。此外在个人贷款方面，重庆农商行19年半年末的个人贷款市占率也达11.3%，处于重庆地区前列，重庆地区最大零售银行地位稳固。

图表7.个人存款市场份额重庆地区排名第一



资料来源：万得，中银国际证券

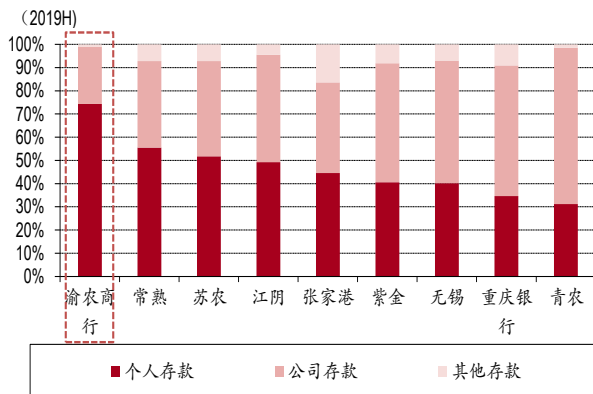
图表8.个人贷款市场份额名列前茅



资料来源：万得，中银国际证券

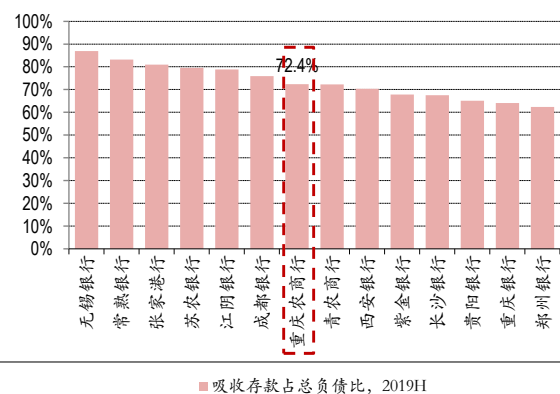
存款结构上来看，有别于大部分银行以公司存款为主的存款结构，渝农商行的个人存款占比超过70%，远高于其他可比行，显示出公司在零售端的较强揽储能力。截至2019H末，渝农商行存款在负债中的占比为72.4%，在西部地区银行和农商行的比较口径中处于中游水平，在上市银行中排名靠前，以存款为主的负债结构得益于公司广布的网点。

图表9.个人存款在存款中的占比农商行中最高



资料来源：万得，中银国际证券

图表10.存款在负债中的占比较高

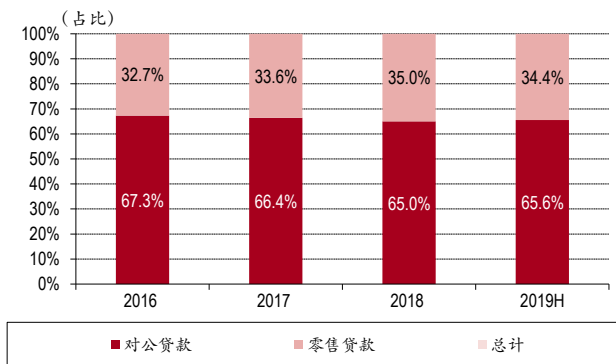


资料来源：万得，中银国际证券

2.2 零售贷款占比提升，零售转型潜力可期

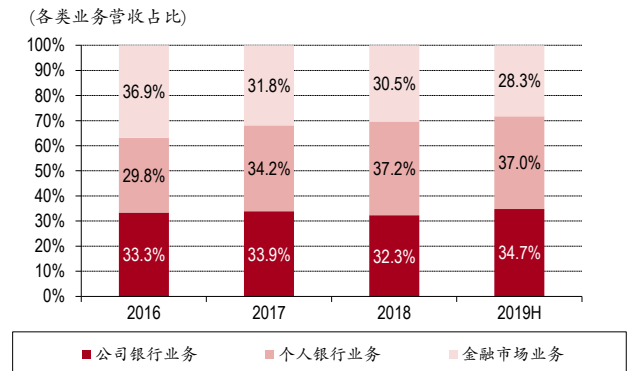
资产端来看，近年来渝农商行零售贷款在总贷款中的占比稳步提升，2018年零售贷款占比35%，较2016年末提升了2.3个百分点。同时个人银行业务的营收贡献度也逐年提升，2018年较2016年提升7.4个百分点至37.2%。从零售贷款的结构来看，渝农商行非按揭类贷款的占比超过50%，总体结构较为均衡。对于消费贷、个人营业性贷款等非按揭类贷款，银行更具相对定价权，因此我们估计渝农商行零售业务受LPR定价切换的影响或相对较小。同时重庆地区第三产业发达，居民总体生活压力较小，消费需求旺盛，未来公司零售业务发展的潜力值得期待。

图表11. 零售贷款占比提升



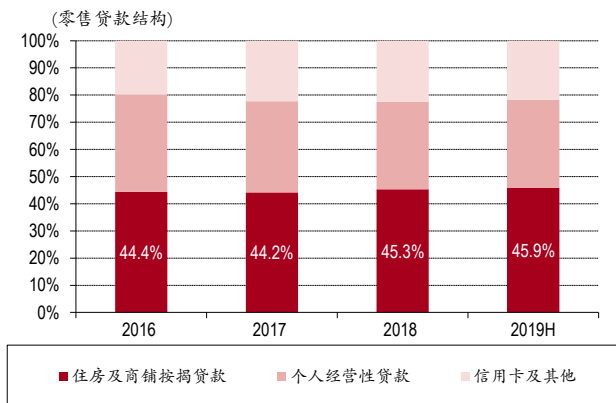
资料来源：万得，中银国际证券

图表12. 个人银行业务营收贡献度提升



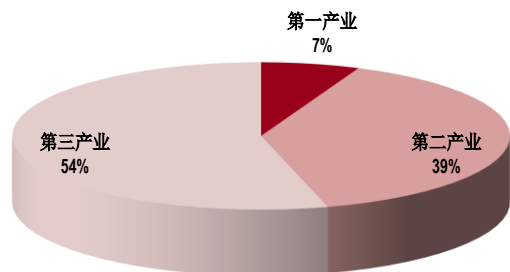
资料来源：万得，中银国际证券

图表13. 非按揭类贷款占比超过50%



资料来源：万得，中银国际证券

图表14. 重庆地区三产结构占比 (2019Q3)

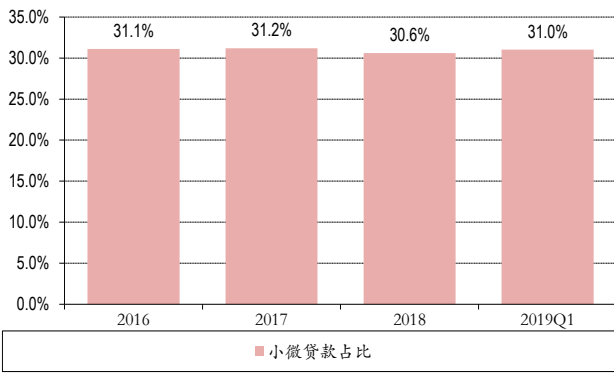


资料来源：万得，中银国际证券

2.3 小微业务特色，涉农贷款占比较高

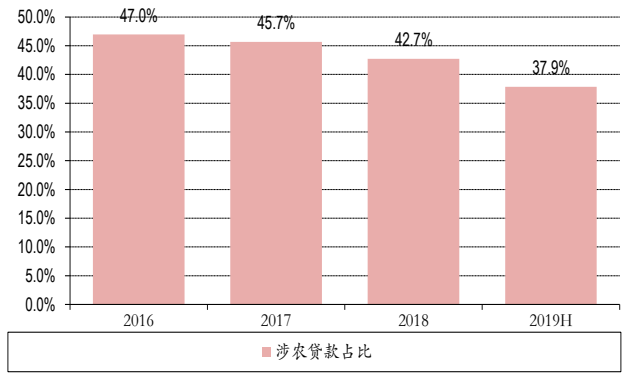
作为一家农村商业银行，渝农商行在重庆拥有广泛的农村分销网点，县域网点在总营业网点中的占比达82.3%。公司一直致力于打造重庆最大的涉农贷款银行，巩固县域市场份额龙头地位，因此信贷业务中小微贷款和涉农贷款占有较高比重。截至2019年1季度，小微贷款在总贷款中的占比31.0%，涉农贷款在总贷款中的占比40.6%。尽管近两年受到经济下行压力增大，涉农贷款不良率有所抬升的影响，公司涉农贷款占比有所下降，但在重庆地区的市场份额仍然保持区域第一。

图表15.小微贷款在总贷款中的占比超过30%



资料来源：万得，中银国际证券

图表16.涉农贷款市场份额区域第一

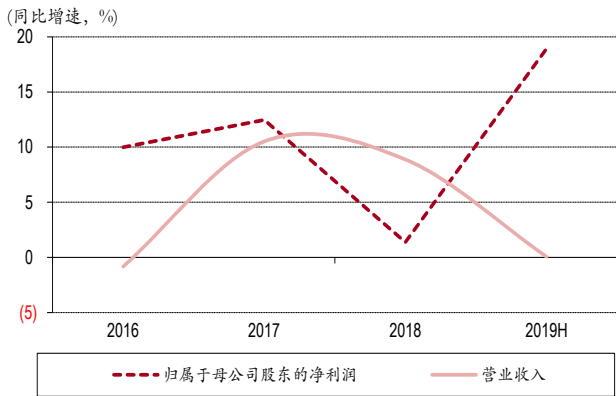


资料来源：万得，中银国际证券

三、基本面财务分析：ROE 在上市农商行中最高

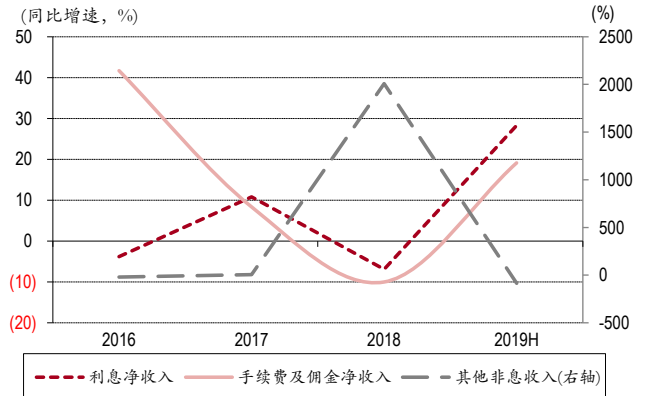
2018 年渝农商行净利润和营收的增长受到重庆地方经济增速放缓，金融监管趋严等因素的影响，增速有所放缓。进入 2019H 后，公司上半年营收增速进一步下行，同比增 0.06%，但拆分来看，公司主营业务总体保持良好增长态势，19 年上半年净利息收入 (+28.3%，YoY) 和净手续费收入 (19.1%，YoY) 均触底回升。营收增长的放缓主要是受到了其他非息收入的拖累，上半年同比降 85.7%，主要源于公司根据资管新规要求，减少了对交易性金融资产的配置，预计随着资管新规过渡期结束的临近，调整逐步到位，后续营收增速会有回升表现。净利润表现方面，2019 年上半年在拨备计提减轻，成本管控得力和税收压力减轻的多重利好支撑下增速回升至 18.9%。

图表17. 2019 年公司净利润增速触底回升



资料来源：万得，中银国际证券

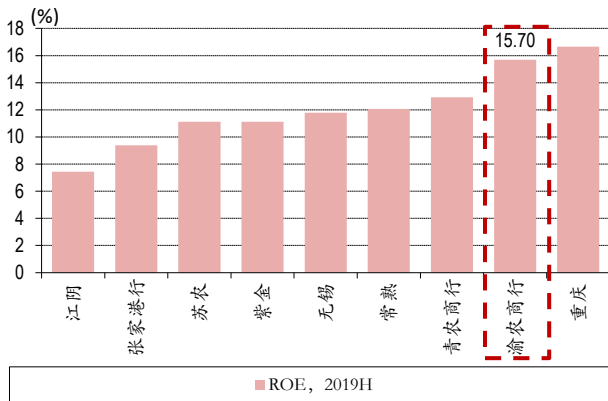
图表18. 其他非息收入拖累营收表现



资料来源：万得，中银国际证券

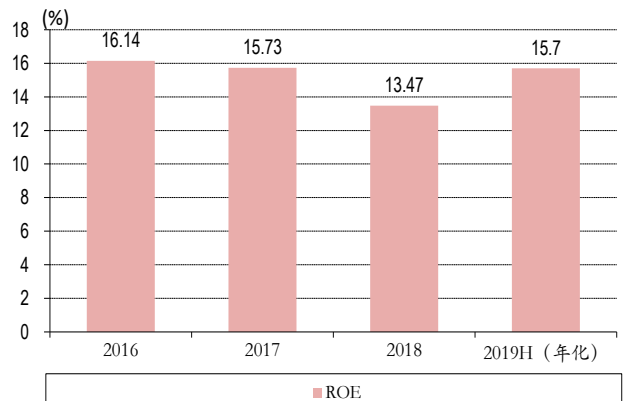
总体而言，渝农商行盈利能力处于行业前列，截至 2019H 渝农商行的年化 ROE 为 15.7%，在上市农商行中排名第一。

图表19. 2019H 公司 ROE 在农商行中处于领先水平



资料来源：万得，中银国际证券

图表20. 渝农商行 ROE 处于较高水平



资料来源：万得，中银国际证券

进一步，我们将主要上市银行 2019H 的 ROE 进行拆分和横向比较，可以发现渝农商行领先同业的 ROE 主要是源于公司在非息收入端的良好表现，得益于丰富的零售客户资源，公司手续费收入在营收中的占比远高于农商行平均水平，同时良好的成本管控和稳健的资产质量表现也优于上市农商行平均，正向贡献 ROE。而公司净息差的表现上市农商行中处于中游水平，预计随着资产端结构的持续调整，信贷资产占比的提升，未来净息差的贡献有望提升，带动 ROE 改善。

图表21.主要农商行 ROE 拆分比较 (2019H)

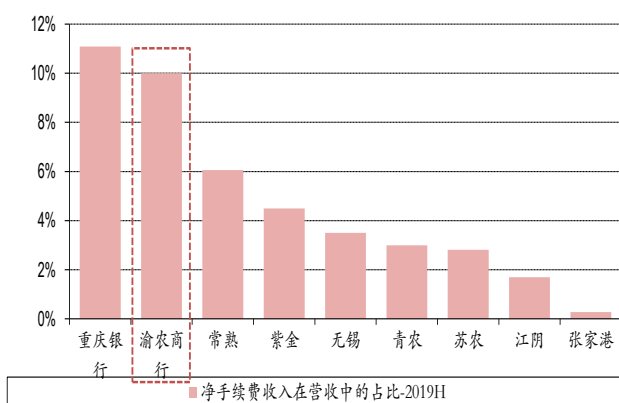
(%)	渝农	江阴	无锡	常熟	苏农	张家港	紫金	青农	平均
利息收入/A	4.50	4.04	4.12	5.29	4.13	4.89	4.21	4.20	4.42
贷款利息收入/A	2.19	2.86	2.54	3.91	2.98	3.24	2.62	2.91	2.91
债券投资利息收入/A	1.38	0.92	1.27	1.18	0.79	1.40	1.11	1.03	1.14
同业利息收入/A	0.81	0.03	0.18	0.07	0.23	0.05	0.37	0.15	0.24
利息支出/A	(2.17)	(2.01)	(2.31)	(2.14)	(1.69)	(2.08)	(2.13)	(2.02)	(2.07)
存款利息支出/A	(1.26)	(1.46)	(1.81)	(1.63)	(1.23)	(1.49)	(1.07)	(1.13)	(1.38)
发行债券利息支出/A	(0.57)	(0.40)	(0.41)	(0.37)	(0.30)	-	(0.77)	(0.68)	(0.50)
同业利息支出/A	(0.26)	(0.12)	(0.06)	(0.09)	(0.13)	(0.29)	(0.28)	(0.18)	(0.18)
利息净收入/A	2.33	2.03	1.80	3.16	2.43	2.81	2.08	2.18	2.35
手续费及佣金净收入/A	0.27	0.05	0.07	0.22	0.08	0.01	0.11	0.08	0.11
其他非息收入/A	0.09	0.67	0.22	0.27	0.41	0.25	0.24	0.54	0.34
营业税费及其他成本/A	(0.05)	(0.02)	(0.02)	(0.03)	(0.02)	(0.02)	(0.03)	(0.03)	(0.03)
业务及管理费/A	(0.56)	(0.80)	(0.59)	(1.36)	(1.01)	(0.96)	(0.62)	(0.73)	(0.83)
资产减值损失/A	(0.66)	(1.25)	(0.51)	(1.00)	(0.80)	(1.23)	(0.92)	(0.99)	(0.92)
营业外收入及所得税/A	(0.24)	0.01	(0.17)	(0.27)	(0.13)	(0.05)	(0.13)	(0.13)	(0.14)
ROA	1.19	0.67	0.82	1.00	0.97	0.80	0.72	0.92	0.89
权益乘数 (平均)	13.34	11.50	15.31	12.02	11.82	12.35	15.75	14.14	13.28
ROE	15.82	7.69	12.51	11.99	11.52	9.94	11.33	13.07	11.73

资料来源：公司年报，中银国际证券，张家港行未披露2019H发行债券支付利息

3.1 手续费收入占比农商行第一，增速触底回升

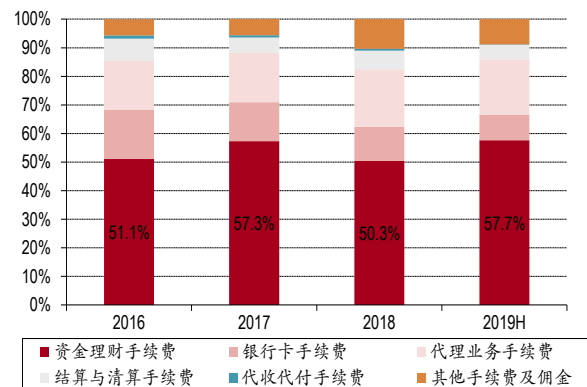
通过对 ROE 进行拆分可以看出，渝农商行净手续费收入占比高于行业平均，是公司 ROE 表现高于行业平均的最重要因素之一。截至 2019H，渝农商行净手续费收入占主营业务净收入的比重为 10%，虽然绝对值看来并不算高，但在上市农商行横向比较来看，手续费收入的占比排名第一。我们认为渝农商行好于行业平均的中收表现得益于公司广布的网点带来的丰富零售客户资源，从手续费收入结构可以看出，与个人业务紧密相关的理财手续费、代理业务手续费是其主要来源，截至 2019H，占比分别为 57.7%/19.3%，支撑公司中收取得良好表现。

图表22.手续费占比农商行中最高



资料来源：万得，中银国际证券

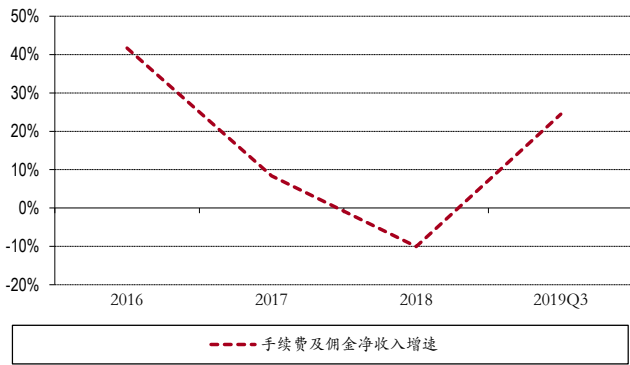
图表23.手续费构成以理财和代理手续费为主



资料来源：万得，中银国际证券

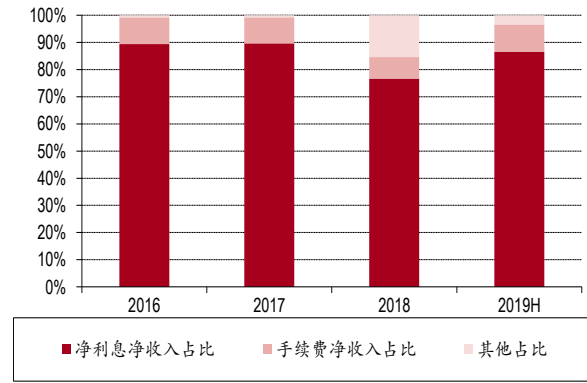
2018 年公司手续费收入受资管新规的影响增速放缓，但从 19 年前三季度表现来看，经过前期的调整，净手续费收入增速已呈触底回升态势。展望未来，考虑到渝农商行的净手续费收入占比绝对值并不算高，基于丰富的零售客户资源仍有进一步提升空间，另一方面渝农商行理财子公司正在积极筹备之中，未来将有更多丰富和市场化的零售产品陆续推出，我们估计公司净手续费收入仍将保持较快增长，支撑 ROE 良好表现。

图表24.净手续费佣金收入增速回升



资料来源：万得，中银国际证券

图表25.手续费佣金在营收中的占比绝对水平较低

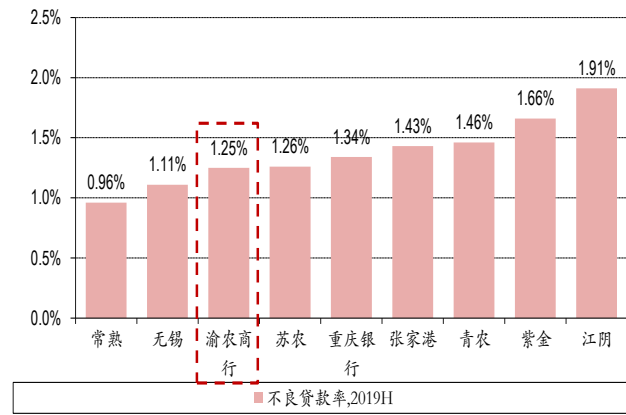


资料来源：万得，中银国际证券

3.2 资产质量：不良率优于可比同业，拨备计提压力较轻

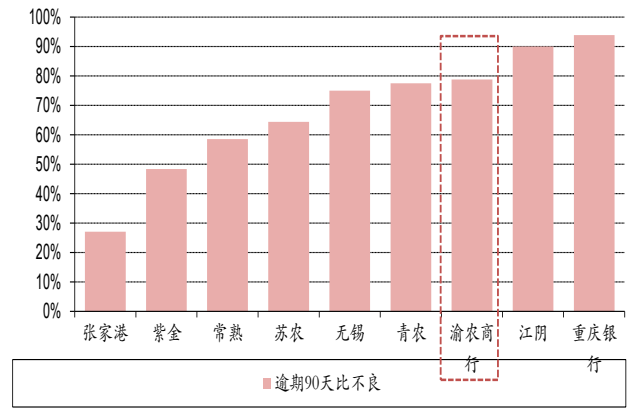
从ROE拆分中我们还可以看到，2019H 渝农商行拨备计提/总资产的比值低于行业平均，正向贡献ROE表现，我们认为这一方面源于公司相对较低的风险资产配置（信贷资产占比偏低，2019H 为38.8%），另一方面得益于公司优于同业的资产质量表现。截至2019H，渝农商行不良率1.25%，环比年初下降4BP，绝对值来看在上市银行和上市农商行中均处于较低水平。同时公司不良认定总体较为严格，截至2019H，逾期90天以上贷款/不良贷款余额比例为78.8%。

图表26.不良贷款率在同业中处于低位



资料来源：万得，中银国际证券

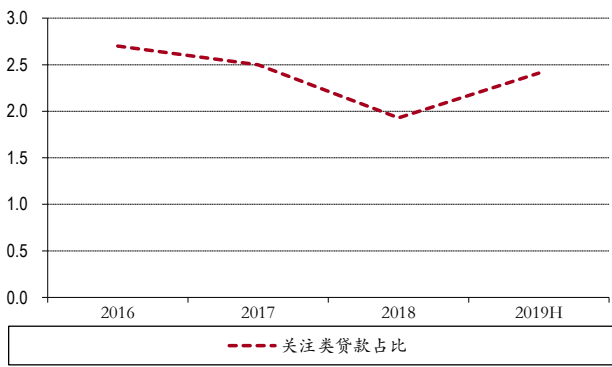
图表27.不良认定较为严格



资料来源：万得，中银国际证券

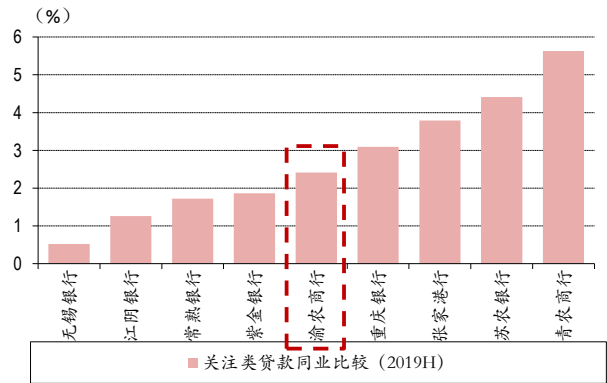
从前瞻指标关注类贷款来看，尽管关注类贷款占比在19年上半年略有提升（较年初提升48BP至2.41%），但绝对值仍处在上市农商行中的中游水平，资产质量的潜在压力可控。

图表28.关注类贷款占比有所提升



资料来源：万得，中银国际证券

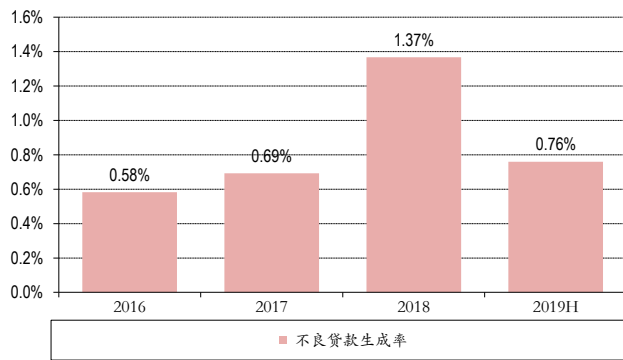
图表29.关注类贷款同业比较偏低



资料来源：万得，中银国际证券

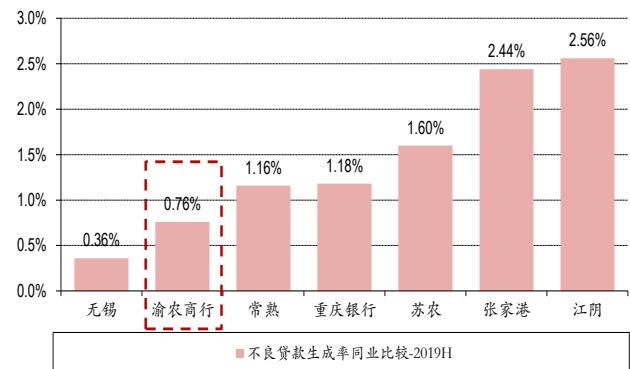
从不良生成来看，我们测算渝农商行 2019H 年化不良生成率为 0.76%，较 2018 年明显下行 61BP。2019H 单季年化不良生成绝对值在主要上市银行中也处较低水平，预计与重庆地区经济逐步调整到位，区域经济景气度调整有关。总体而言，无论从不良率还是前瞻指标来看，渝农商行的资产质量总体较为稳健。

图表30.不良生成率环比回落



资料来源：万得，中银国际证券

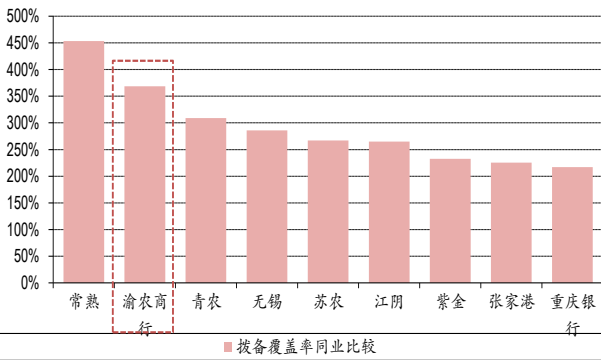
图表31.不良生成同业比较仍处相对低位



资料来源：万得，中银国际证券

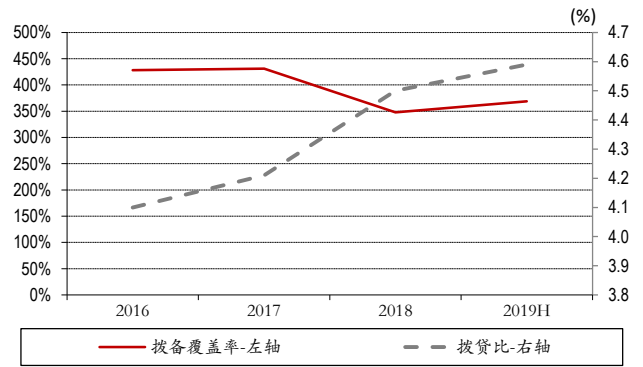
截至 2019H 末，公司拨备覆盖率较年初提升 21 个百分点至 368.8%，拨贷比较年初提升 9BP 至 4.59%，拨备计提稳步增长，抵御风险的能力逐步增强。从上市农商行的横向比较来看，渝农商行的拨备水平处在较高水平，仅次于常熟银行。按照财政部最新《金融企业财务规则》的征求意见稿指导意见，渝农商行目前的拨备水平已超出监管规定的 2 倍以上，未来有小幅降低拨备，释放利润的空间，因此拨备计提的压力较小，正向贡献 ROE 水平。

图表32.公司拨备覆盖率处于行业较高水平



资料来源：万得，中银国际证券

图表33.2019H 季度末公司拨备覆盖率 368.8%

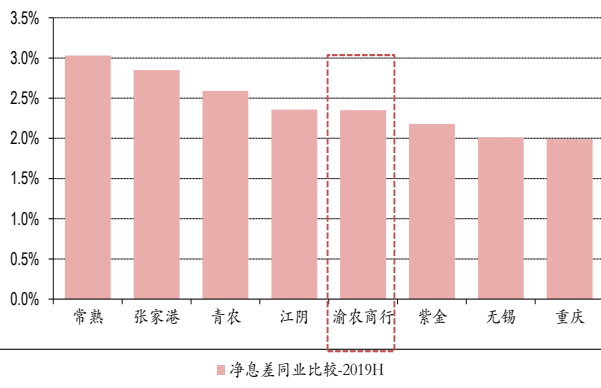


资料来源：万得，中银国际证券

3.3 息差：息差处农商行中游水平，信贷占比稳步提升

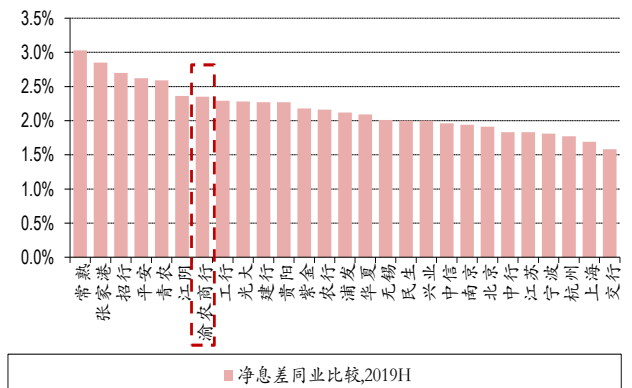
截至 2019H，渝农商行的净息差为 2.35%，绝对值在上市银行中处于相对高位，在上市农商行的比较中处于中游水平。拆分资负两端进行分析，渝农商行的资产端收益率在农商行中相对偏低，而负债端成本率处于中游水平。

图表34.净息差处上市农商行中游水平



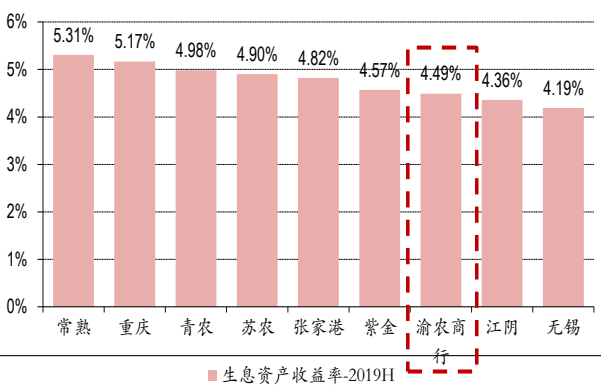
资料来源：万得，中银国际证券

图表35.净息差在主要上市银行中排名靠前



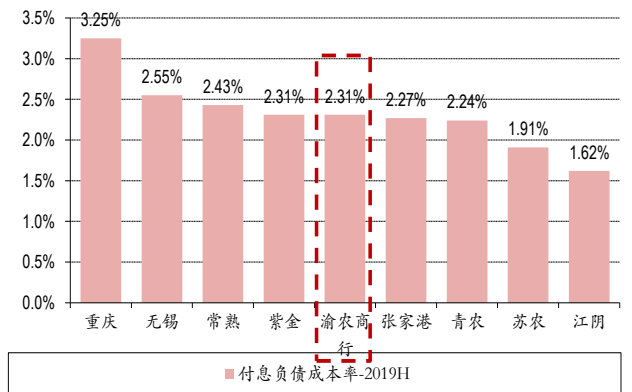
资料来源：万得，中银国际证券

图表36.生息资产收益率在农商行中偏低



资料来源：万得，中银国际证券

图表37.付息负债成本率在农商行中处中游水平

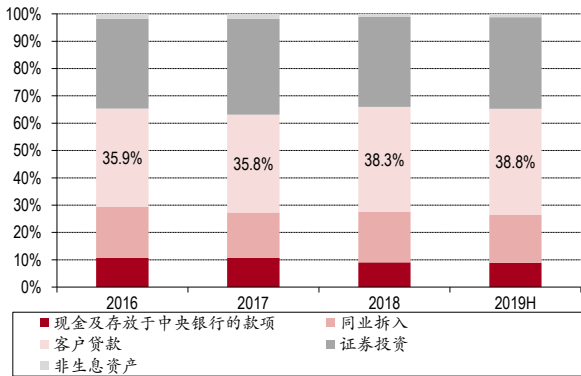


资料来源：万得，中银国际证券



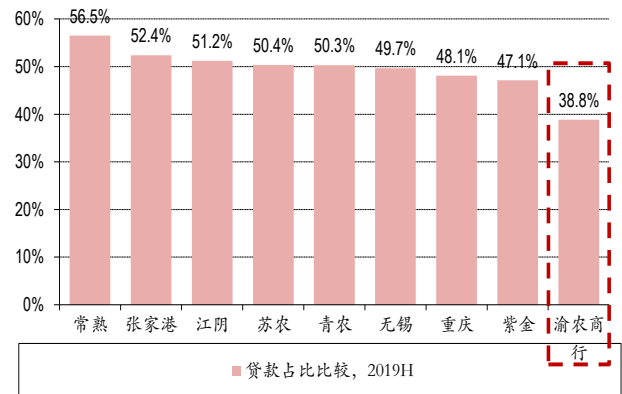
渝农商行的资产端收益率表现略逊于其他农商行，一方面是由于信贷资产占比偏低。公司生息资产摆布较为均匀，证券投资类资产占比（2019H，33.5%）基本与贷款占比（2019H，38.8%）相当。在上市农商行的比较中，生息资产中收益最高的贷款在总资产中的占比最低，拖累了生息资产收益率的表现。不过公司近两年积极进行资产结构的调整，信贷在总资产中的占比逐步提升，2019H末较2017年提升3个百分点。展望未来，随着公司在监管引导下积极优化调整资产端结构，加大信贷投放，有助于资产端收益率保持相对稳定。另一方面是由于公司经营风格整体较为稳健审慎，单就贷款收益本身而言，也低于其他可比农商行。

图表38. 贷款占比小幅提升



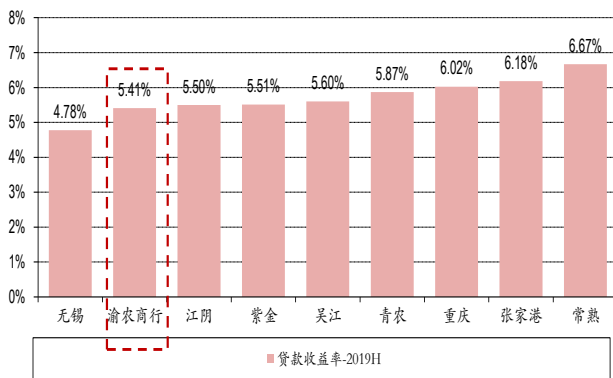
资料来源：万得，中银国际证券

图表39. 贷款占比同业比较偏低



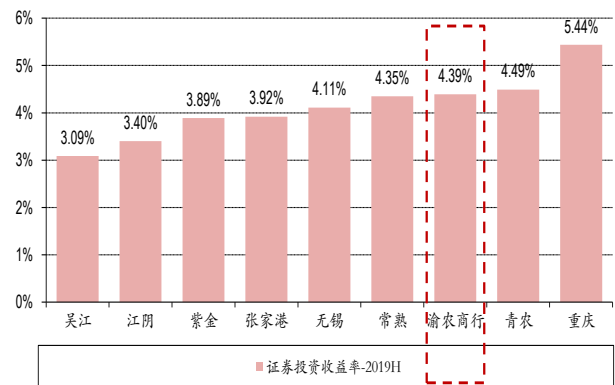
资料来源：万得，中银国际证券

图表40. 渝农商行贷款收益率相对偏低



资料来源：万得，中银国际证券

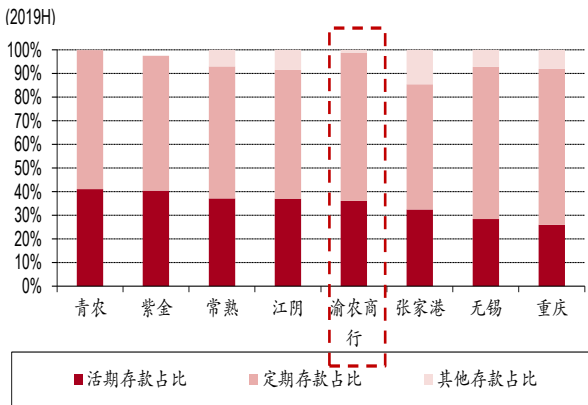
图表41. 渝农商行证券投资收益率处于中等偏上水平



资料来源：万得，中银国际证券

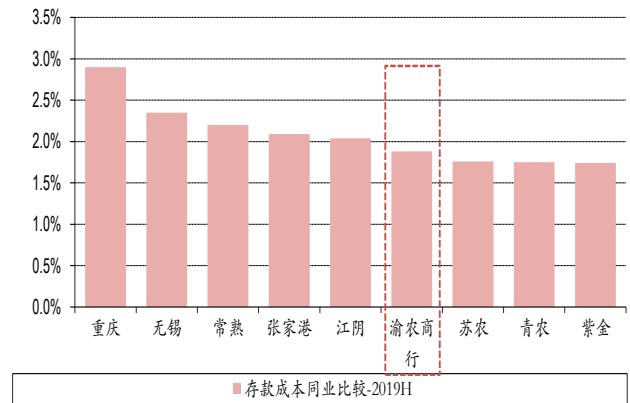
负债端来看，截至2019H，尽管渝农商行活期存款的占比在农商行中优势并不明显，但存款的成本率并不算高，综合而言，负债端成本率处于上市农商行中游水平。

图表42.2019H 活期存款占比同业比较



资料来源：万得，中银国际证券

图表43.存款成本率并不算高

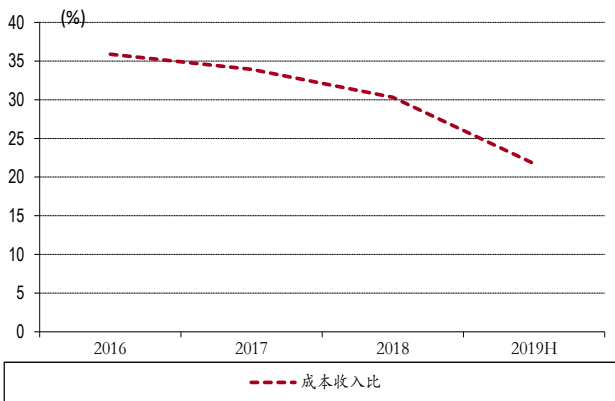


资料来源：万得，中银国际证券

3.4 成本管控成效明显，成本收入比上市农商最低

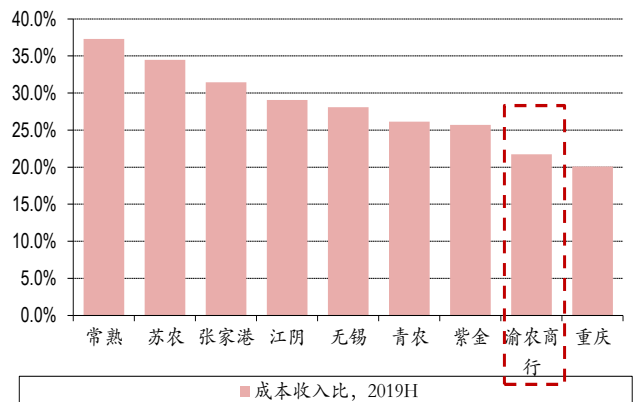
此外，通过 ROE 拆分我们可以发现，渝农商行较低的业务管理费用占比同样正向贡献公司 ROE 表现。截至 2019H，渝农商行成本收入比 21.72%，较 2018 年下降 8.61 个百分点，处于历史低位，在上市农商行的比较中成本收入比最低，公司较强的成本管控能力正向支撑 ROE 高于农商行平均。渝农商行之所以 2019 年末的成本收入比能有明显下行，主要是由于占比最大的员工费用同比下降 30%。根据公司半年报披露显示，这主要是由于重庆市当地的大额医保缴费政策变化，渝农商行从 2019 年开始不再为退休职工缴纳大额医保费用，因此员工费用有明显的下行。

图表44.成本收入比持续压降



资料来源：万得，中银国际证券

图表45.成本收入在上市农商行中较低

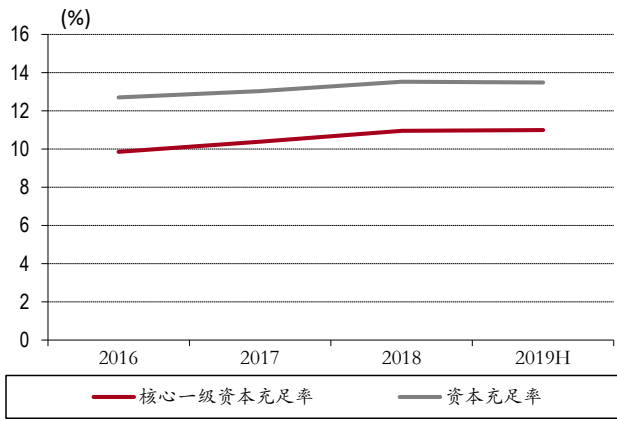


资料来源：万得，中银国际证券

3.5 资本充足率维持较高水平

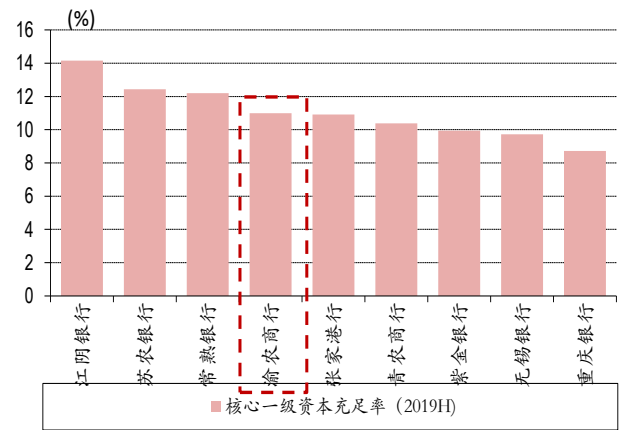
渝农商行目前资本充足率维持较高水平，能够满足业务快速发展的需求。截至 2019H 公司资本充足率 13.3%，核心一级资本充足率 11.0%，A 股上市后资本水平得到进一步的提升，为公司未来一段时间的业务发展预备了较为充足的空间。此外，根据财政部最新发布的《金融企业财务规则(征求意见稿)》，拨备覆盖率超过监管规定 150% 两倍以上的企业，要对超额计提部分还原成本未分配利润。因此渝农商行 68.8% 的超额部分，有望在未来对银行资本充足率形成进一步支撑。

图表46. 2019H 公司资本充足率 13.5%



资料来源：万得，中银国际证券

图表47. 核心一级资本充足率在农商行中处于较高水平



资料来源：万得，中银国际证券



四、盈利预测及估值

4.1 盈利预测

渝农商行是一家主要布局于重庆的农村商业银行，无论从资产规模、利润规模来看都是全国最大的农商行，网点数量在全国和重庆地区均排名第一，给公司的个人业务优势打下了坚实基础。渝农商行个人存款的市场份额在重庆地区常年保持第一，截至 2019 年半年末，个人存款市占率接近 30%。此外在个人贷款方面，市占率也一直处于重庆地区前列，地区最大零售银行地位稳固。作为 2019 年上市的次新股，公司估值目前已处于较为合理区间，我们预计渝农商行 20/21 年 EPS 分别为 1.23/1.43 元，目前股价对应 20/21 年 PB 为 0.75/0.67，PE 为 5.35/4.62，首次覆盖给予**增持**评级。

- **存贷款增速假设：**渝农商行 2019 年前 3 季度贷款同比增长 9.0%，考虑到：1) 重庆地区经济经过前期调整已逐步企稳回升，截至 19 年 3 季度末 GDP 同比增 6.3%，较 18 年 6% 的增速回升 0.3 个百分点；2) 渝农商行资本充足率较高，信贷投放空间充足；3) 自 2018 年起中央和监管大力引导银行加大信贷投放，加强对实体经济的融资支持力度，强调补齐基础设施建设短板，由此我们预计未来两年公司信贷增速呈稳健提升态势，19/20/21 年增速为 10%/12%/12%；渝农商行 2019 年前 3 季度存款同比增长 9.3%，预计未来存款增速仍将保持平稳增长，同比增 9.5%/9.5%/7.5%。
- **息差假设：**渝农商行 2019H 净息差 2.35% (vs 2018, 2.45%)，我们测算公司 3 季度单季年化净息差 2.30%，环比上行 2BP。展望未来，随着贷款定价基准逐步切换成和 LPR 挂钩，以及监管对小微贷款利率的引导，预计资产端收益将小幅下降；负债端，19 年下半年以来金融市场利率总体维持低位，加之监管对结构性存款等高息负债的整治，2020 年降准的潜在可能都将缓解银行业负债端压力。资负两端结合来看，预计 19/20/21 年净息差为 2.40%/2.38%/2.34%。
- **非利息收入增长假设：**渝农商行净手续费佣金收入经过 18 年以来的金融严监管，2019 年手续费收入已触底回升，2019 年前 3 季度同比增 24.4%，较 2018 年同期有明显回升（2018 年前 3 季度同比降 4.7%）。从绝对水平来看，渝农商行 2019H 净手续费收入占主营业务净收入的比重仅为 10%，未来仍有进一步提升空间。因此我们认为 2019 年全年公司净手续费收入将延续前 3 季度的高增，全年实现 24.5% 的同比增长，展望 2020/2021 年，预计净手续费收入也能保持 20%/20% 左右的较快增长。
- **成本收入比假设：**近两年公司的成本管控总体较为严格，2018 年渝农商行的成本收入比为 30.3%，同比下降 3.6 个百分点，在农商行的比较中已处在较低水平。因此我们预计公司 19/20/21 年的成本收入比总体仍将维持稳定，分别为 28%/28%/25%。
- **信贷成本：**2018 年渝农商行的信贷成本为 1.72%，较 2017 年下降了 24bps，考虑到一方面公司的资产质量随着地方经济的企稳总体保持稳定，不良率和不良生成均呈边际改善态势，另一方面，公司目前的拨备覆盖率水平已经超过监管规定水平的两倍以上，因此我们预计未来公司的拨备计提力度将有所减弱，预计 19/20/21 年渝农商行的信贷成本为 1.30%/1.30%/1.47% 左右。
- **分红率：**渝农商行自 2010 年 H 股上市以来，一直保持 20%-25% 的稳定分红，2018 年公司的分红率为 22.5%。参考目前上市农商行的平均分红水平，我们预计 19/20/21 年渝农商行的分红率总体将稳定在 23% 左右的水平。

4.2 估值分析

从行业整体表现来看，目前股价对应主要上市银行 19/20/21 年加权平均 PB 估值为 0.89x/0.81x/0.73x。我们主要运用可比公司法，参考目前其他上市银行的估值水平对渝农商行进行估值。从银行类型来看，目前 A 股上市农商行共有 8 家；而从经营范围考虑，目前 A 股经营范围在西部地区的银行共 4 家，共计 12 家银行剔除次新股后，我们共选取 9 家银行作为估值参考（详见图 48）。考虑到渝农商行的体量和未来的成长性，我们认为公司估值水平已处于合理区间，根据我们预测目前渝农商行 20/21 年对应 PB 分别为 0.75X/0.67X，首次覆盖给予**增持**评级。

图表48.对标银行的估值比较分析

公司名称	公司代码	股价 (元)	ROE(%)			市净率(倍)			最新每股净资产 (元/股)	净息差 2019H	不良率 2019H
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E			
江阴银行	002807.SZ	4.52	8.8	9.0	8.9	0.93	0.84	0.81	5.05	2.36	1.91
无锡银行	600908.SH	5.41	11.6	12.1	12.6	0.91	0.84	0.77	5.79	2.01	1.11
常熟银行	601128.SH	8.56	13.4	14.1	15.6	1.45	1.34	1.23	5.91	3.36	0.96
苏农银行	603323.SH	5.18	9.5	9.9	10.6	0.81	0.76	0.71	6.22	2.52	1.26
张家港行	002839.SZ	5.72	9.8	11.1	11.4	1.02	0.96	0.89	5.46	2.85	1.43
贵阳银行	601997.SH	9.24	18.3	18.2	17.3	0.87	0.76	0.66	10.18	2.27	1.50
成都银行	601838.SH	8.97	16.6	18.2	19.1	0.91	0.79	0.70	9.40	2.15	1.46
郑州银行	002936.SZ	4.56	9.4	10.0	-	0.84	0.76	-	5.33	1.86	2.39
西安银行	600928.SH	7.24	12.2	11.8	-	1.36	1.25	-	5.21	2.30	1.19
渝农商行	601077.SH	6.60	14.3	14.8	15.3	0.84	0.75	0.67	7.68	2.35	1.25
平均						0.99	0.91	0.64			

资料来源：万得，中银国际证券；西安、郑州银行估值来自万得一致预期，缺乏2021年一致预期数据

注：股价截止日2019年1月16日



风险提示

- 1、经济下行导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。
- 2、中美贸易摩擦进一步升级。中美贸易磋商仍存不确定性，若出现预期之外的反复，可能影响投资者对经济增长的预期。

图表49. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市净率(倍)		最新每股净
			(元)	(十亿元)	2018A	2019E	2018A	2019E	资产 (元/股)
601939.SH	建设银行	买入	7.09	1,773	1.02	1.07	0.93	0.85	8.23
601988.SH	中国银行	未有评级	3.65	1,075	0.61	0.64	0.71	0.65	5.53
600036.SH	招商银行	买入	5.61	417	0.99	1.04	0.65	0.58	22.30
601998.SH	中信银行	增持	37.96	957	3.19	3.63	1.89	1.68	8.84
600000.SH	浦发银行	增持	19.27	400	2.92	3.24	0.91	0.81	16.36
000001.SZ	平安银行	买入	12.20	358	1.90	2.12	0.81	0.73	5.89
601818.SH	光大银行	买入	7.58	117	1.36	1.41	0.59	0.54	13.82
601169.SH	北京银行	增持	16.33	317	1.28	1.48	1.44	1.16	8.78
601009.SH	南京银行	增持	5.61	119	0.95	1.03	0.69	0.64	8.80
002142.SZ	宁波银行	买入	8.62	73	1.31	1.52	1.08	0.98	14.67
601229.SH	上海银行	增持	28.40	160	1.99	2.36	2.47	1.89	10.79
600919.SH	江苏银行	增持	9.16	130	1.27	1.46	0.92	0.84	9.38
601997.SH	贵阳银行	未有评级	7.10	82	1.13	1.31	0.80	0.73	10.18
600926.SH	杭州银行	增持	9.24	30	1.84	2.13	1.00	0.87	10.04
002807.SZ	江阴银行	未有评级	9.61	49	1.05	1.27	1.04	0.96	5.05
600908.SH	无锡银行	增持	4.52	10	0.39	0.43	0.97	0.93	5.79
601128.SH	常熟银行	买入	5.41	10	0.59	0.67	0.98	0.91	5.91
002839.SZ	张家港行	未有评级	5.18	9	0.44	0.51	1.02	0.81	5.46

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日1月16日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



损益表(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(RMB)				
EPS (摊薄/元)	0.91	1.06	1.23	1.43
BVPS (摊薄/元)	7.03	7.86	8.81	9.91
每股股利	0.20	0.24	0.28	0.33
分红率(%)	22.48	23.00	23.00	23.00
资产负债表(Rmb bn)				
贷款总额	381	419	470	526
证券投资	312	394	496	595
应收金融机构的款项	177	198	218	240
生息资产总额	939	1,075	1,255	1,437
资产合计	950	1,087	1,269	1,454
客户存款	616	675	739	794
计息负债总额	865	960	1,084	1,217
负债合计	878	1,007	1,179	1,353
股本	10	10	10	10
股东权益合计	70	79	88	99
利润表(Rmb bn)				
净利息收入	20.01	23.20	26.61	30.23
净手续费及佣金收入	2.07	2.57	3.09	3.70
营业收入	26.11	26.77	30.70	34.94
营业税金及附加	(0.25)	(0.25)	(0.29)	(0.33)
拨备前利润	17.96	19.03	21.82	25.88
计提拨备	(6.19)	(5.20)	(5.78)	(7.32)
税前利润	11.77	13.83	16.04	18.57
净利润	9.06	10.64	12.34	14.29
资产质量				
NPL ratio(%)	1.29	1.25	1.26	1.25
NPLs	4.93	5.24	5.92	6.57
拨备覆盖率(%)	348	328	297	285
拨贷比(%)	4.49	4.10	3.74	3.56
一般准备/风险加权资(%)	2.65	2.32	2.03	1.89
不良贷款生成率(%)	1.37	1.37	1.37	1.37
不良贷款核销率(%)	(0.92)	(1.29)	(1.21)	(1.23)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019E	2020E	2021E
经营管理(%)				
贷款增长率	12.65	10.00	12.00	12.00
生息资产增长率	5.62	14.43	16.73	14.57
总资产增长率	4.95	14.43	16.73	14.57
存款增长率	7.69	9.50	9.50	7.50
付息负债增长率	4.99	11.08	12.88	12.26
净利息收入增长率	(6.92)	15.92	14.69	13.63
手续费及佣金净收入增	(10.01)	24.50	20.00	20.00
营业收入增长率	8.85	2.54	14.65	13.82
拨备前利润增长率	14.62	5.96	14.65	18.62
税前利润增长率	(1.57)	17.47	16.00	15.73
净利润增长率	1.37	17.47	16.00	15.73
非息收入占比	7.91	9.61	10.05	10.60
成本收入比	30.33	28.00	28.00	25.00
信贷成本	1.72	1.30	1.30	1.47
所得税率	22.15	22.15	22.15	22.15
盈利能力(%)				
NIM	2.45	2.40	2.38	2.34
拨备前 ROAA	1.94	1.87	1.85	1.90
拨备前 ROAE	26.90	25.57	26.19	27.66
ROAA	0.98	1.04	1.05	1.05
ROAE	13.56	14.30	14.82	15.27
流动性(%)				
分红率	22.48	23.00	23.00	23.00
贷存比	61.86	62.14	63.56	66.22
贷款/总资产	40.11	38.56	37.00	36.17
债券投资/总资产	32.89	36.21	39.09	40.94
银行同业/总资产	18.60	18.21	17.16	16.47
资本状况				
核心一级资本充足率	10.95	10.67	10.24	10.05
资本充足率	13.52	12.92	12.17	11.73
加权风险资产-一般法	647	741	865	991
% RWA/总资产(%)	68.14	68.14	68.14	68.14

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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，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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371