

工商银行(601398.sh)

经营稳健，防御性良好

余晓宜 银行业 首席研究员

电话: 020-87555888-648

email: yxy2@gf.com.cn

沐华 银行业 研究助理

电话: 020-87555888-339

e-mail: mh@gf.com.cn

09年开局良好

从工商银行1月份的经营情况来看，存款、贷款和中间业务等各项经营指标都呈现出发展良好的态势。管理层认为以上这些数据表明中国经济是有部分刚性需求存在的，市场是具有多元预期的，因此对中国的银行业不必过分悲观，我们对此表示认同。

信贷规划：投放逐步放缓，结构有所调整

2009年工行的信贷规划量与08年持平，依然为5300亿元。但我们预计实际贷款量将高于规划量，09年的新增贷款量将达到8400亿元至1万亿元。出于“早放贷、早受益”考虑，银行对信贷投放的时间抓得较紧，未来信贷投放将逐步放缓。从贷款投向上看：交通、能源、基建为投放量最大的三个领域；存在产能过剩问题的优质企业（如宝钢、武钢、鞍钢等）依然是银行重点支持的对象；房地产类贷款方面，谨慎支持开发商贷款，继续鼓励个人按揭贷款，但须对借款人资质、还款能力等做严格审查。从贷款需求上看：09、10年的项目贷款将有很大需求，有些项目尚未到贷款投放时机，但已签署贷款协议，加之某些行业与个贷的复苏，贷款需求存在一定的持续性。

资产质量：不良反弹压力较小

工行03至05年间较低的贷款增速及历史风控情况体现了工行稳健的发展态度和较高的风控能力。考虑到不良反弹较经济下行存在一定的滞后性，加之我国08至09年间巨额的信贷增量和鼓励贷款重组、展期对不良贷款的反弹可起到缓冲作用，我们认为工行09年的不良贷款可能出现“量升率降”的情况，但整体风险可控。

盈利预测与投资建议

预计工商银行2008年净利润为1196.03亿元，每股收益为0.36元，同比增长45.87%。我们认为工商银行规模扩张稳健、项目储备良好，在贷款需求和资产质量方面体现出大行的稳健性，且作为我国第一行网点较多的优势有利于其开展中间业务及零售业务。从长期看科技水平的领先将在很大程度上提升工行的未来竞争力。综合考虑，我们给予工商银行“买入”评级，目标价4.60元/股，对应11.79倍2009PE。

风险提示

存在外资机构减持风险：09年4月28日、6月29日、10月20日共有占总股本11.6%的H股解禁，其外资股东高盛、安联、美国运通可能因为自身经营状况不佳而减持套现，在市场信心层面可能会造成短期影响。

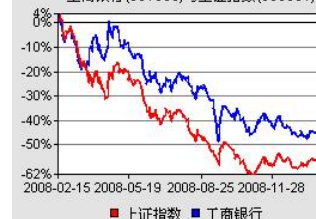
公司评级

买入

当前价格(元)	4.10
目标价格(元)	4.60
前次评级	无评级

股价走势

工商银行(601398)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	13.75%	-3.17%	-39.88%
上证综指	20.86%	16.83%	-48.39%

股票数据

总股本(万股)	33,401,885.00
流通 A 股(万股)	5,971,961.50
主要股东:	

中央汇金投资有限责任公司	
主要股东持股比例	35.33%
流通 A 股比例	17.88%

财务比率

ROE	15.94%
ROA	1.32%
资产负债率	93.76%
资本充足率	12.62%
不良贷款率	2.37%
费用收入比	27.68%
非利息收入占比	15%
准备金覆盖率	121.16%

2008 年 3 季报数据。

投资要点

09年开局良好

从工商银行1月份的经营情况来看，存款、贷款和中间业务等各项经营指标都呈现出平稳健康发展的趋势：

1、存款：工商银行人民币各项存款较2008年底增加了约3700亿元，其中储蓄存款约2400亿元，同业存款约1200亿元，同业存款的增加预计与资本市场的复苏有关。1月活期存款余额占比有微量上升，存款定期化局面暂缓；

2、贷款（不含贴现）：各项贷款（不含票据融资）增加了1171亿元。其中项目贷款增加了693亿元，主要支持电网、铁路、核电、公路等领域的国家重点项目建设；企业流动资金贷款增加较多，尤其为国内贸易融资贷款增加了86亿元，是08年同期的3.5倍；小企业信贷增长137亿元，尚未包含表外增加的70余亿元；居民消费信贷也呈现出回暖趋势，1月份个人贷款新增近160亿元，其中个人住房贷款增加132亿元，是2008年全年该行个人住房贷款增加量的20%；1月份牡丹卡刷卡消费额达840亿元，同比增长28%；

3、票据融资：1月票据融资增加了1350亿元，基本属于贴现和转贴现业务；

4、结算业务：1月份结算量创历史新高，日均达1亿两千万，而08年日均约8千万。

管理层认为以上这些数据表明中国经济是有部分刚性需求存在的，市场是具有多元预期的，因此对中国的银行业不必过分悲观。对此观点，我们表示认同。

信贷规划：投放逐步放缓，结构有所调整

1、信贷规划：2008年全年工行新增人民币贷款5300多亿元，同比多增1660亿元，增幅为14.2%，贷款增量居同业首位，也是该行历年来贷款投放最多的一年。

2009年工行的信贷规划量与08年持平，依然为5300亿元。但我们预计实际贷款量将高于规划量，按1季度贷款占全年贷款40%-50%，1月份贷款占全年贷款25%-30%计算，2009年的新增贷款量将达到8400亿元至1万亿元。

2、放贷时间：出于“早放贷、早受益”考虑，银行对信贷投放的时间抓得较紧，未来信贷投放将逐步放缓。

3、贷款投向：首先，从投放量上讲，交通、能源、基建为量最大的三个领域，但并不代表以上领域的企业均为银行最偏好的；其次，对存在产能过剩问题的企业，银行视具体情况放贷，如优质的钢铁企业（宝钢、武钢、鞍钢等）依然是银行重点支持的对象；第三，房地产类贷款方面，谨慎支持开发商贷款，主要取决于公司素质；继续鼓励个人按揭贷款，但须对借款人资质、还款能力等做严格审查，房屋首付比例在4、5成左右；当前工行的平均剩余成数约49%，对房价调整尚有一定承受力。

4、贷款需求：1月贷款有部分属于储备项目投放，从大趋势上看，09、

10年的项目贷款将有很大需求，诸如能源、交通、电网等项目尚未到贷款投放时机，但已签署贷款协议；除项目贷款外，企业层面受带动也有所变化，钢铁（尤其是建筑用钢）、材料、煤炭等行业开始出现复苏迹象；近期资本市场的回暖也可能对个贷业务产生推动。从以上方面看，贷款需求存在着一定的持续性。

5、票据融资：1月占比过半的票据融资主要是购入票据后做转贴现，目前票据融资量近4000亿，历史高点曾达5000余亿。由于每月票据到期频繁，票据量存在一定波动。虽然票据收益率由08年高点时的5.5%降至1.7%左右，但仍高于超额准备金存款利率，出于流动性考虑加以配置，未来随着对实体经济放贷的增加，票据的占比可能会有所降低。

资产质量：不良反弹压力较小

首先，2009、2010年的资产质量情况实际上是检验3、5年前发放的贷款质量，同样的，09、10年放贷将影响到3-5年之后的资产质量。工行03至05年间的贷款平均年增长率为10.1%，远低于全国银行贷款平均增长率17.7%，较低的贷款增速让工行处于相对风险较低的地位。其次，从工行历史风控情况看，除去历史原因，近十年发放的贷款平均不良率在1.7%以下，这体现了工行较高的风控能力。第三，工行已按监管要求提升拨备覆盖率，09年有望保持在130%的水平。综合以上因素可见，工行已对此次经济下行做好了应对准备。09年1月工行的不良继续保持双降，但我们认为在经济周期下行的时期内，不良贷款的反弹存在一定的滞后性，不良在09年双降的可能性较小。从国际经验上看，美国银行业不良反弹的时间滞后GDP变化在半年到2年之间，考虑到我国08至09年间巨额的信贷增量和鼓励贷款重组、展期对不良贷款的反弹可起到缓冲作用，我们认为工行09年的不良贷款可能出现“量升率降”的情况，但整体风险可控。

中间业务：预计保持平稳增长

工行计划通过三方面推动09年中间业务的增长：

1、理财产品：工行08年的理财产品规模达到1万5千多亿，其中基金类理财产品受资本市场影响贡献有所下降，但工行自身的理财产品与保险类产品的增长弥补了该项的下滑，09年工行将继续通过扩大理财产品规模提高收益；

2、投行业务：通过收购、并购贷款的新业务机会，增加贷款的同时，亦可增加承销或并购的财务顾问收入，从而促进投行业务发展；

3、海外业务：国际结算业务08年基本没有损失，保持正常发展；所持外币资产08年已大量计提拨备，拨备覆盖率约104%，09年较低的拨备负担将使国际业务同比较快增长。

在资本市场热度退却的时候，市场曾预期商业银行的中间业务收入将大幅下降，但银行通过业务调整与产品创新发掘了信托、理财等业务的新增长点。我们认为对于中国商业银行而言，中间业务占比的提高尚有很大空间，09年产品创新、新业务机会将为其带来新的增长点。考虑到工行较高的基数，我们预计其09年的中间业务收入将保持平稳增长。

费用控制：预计09年成本收入比在35%左右

管理层认为成本既是费用，也是投资。工行的费用开支将重点用于三个方面：

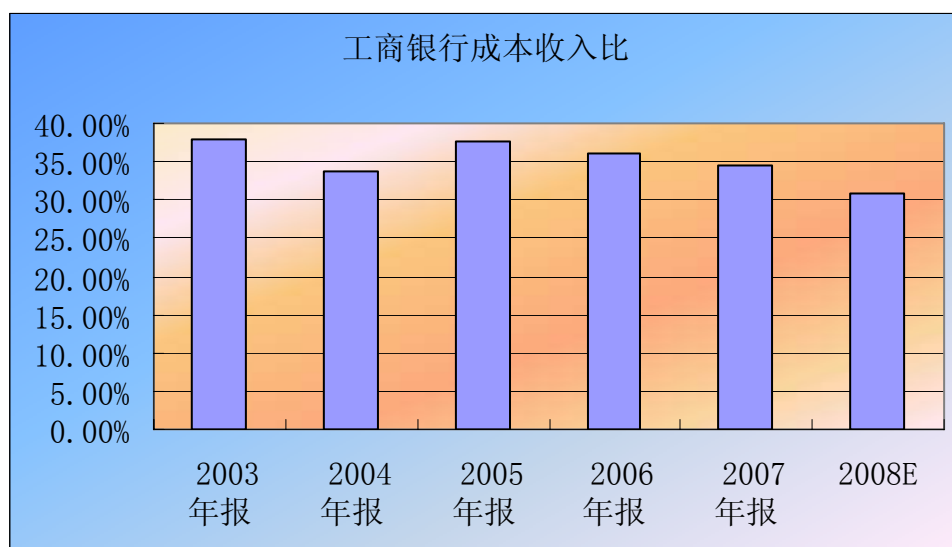
1、科技投资：工行已连续多年投资40-50亿元用于建设国内最优秀的计算机系统，科技水平的领先将在很大程度上提升工行的未来竞争力；

2、财富中心建设：财富中心是以高端客户为目标市场的财富管理业务，也是工行提升未来零售业务及中间业务收入的战略关键。分支行在通过财富中心改造工程后，预计利润将呈现大幅度增长；

3、员工激励：毋庸置疑，对于银行这样资金密集、人才密集的行业，人才就是第一生产力。

综合以上因素，管理层将09年的成本收入比目标定在38%左右，略高于08年。从近年的情况看，工行近5年的成本收入比在30%到38%之间（如图1），我们预计09年工行的成本收入比在35%左右。

图1：工商银行近年成本收入比



数据来源：银行历年财报，广发证券发展研究中心

盈利预测与投资建议

根据我们的预测，工商银行2008年净利润为1196.03亿元，每股收益为0.36元，同比增长45.87%。我们认为工商银行规模扩张稳健、项目储备良好，在贷款需求和资产质量方面体现出大行的稳健性，且作为我国第一大行网点较多的优势有利于其开展中间业务及零售业务。从长期看科技水平的领先将在很大程度上提升工行的未来竞争力。综合以上因素考虑，我们给予工商银行4.60元/股的目标价，对应11.79倍2009PE，投资建议为“买入”。

风险提示

存在外资机构减持风险

09年4月28日、6月29日、10月20日共有占总股本11.6%的H股解禁，其外资股东高盛、安联、美国运通可能因为自身经营状况不佳而减持套现。我们认为即使发生减持，只要不改变双方的战略合作，对工行的经营并不会产生实质影响，但如发生此类事件，在市场信心层面可能会造成短期影响。

表 1: 工商银行盈利预测表				
	2007 A	2008E	2009E	2010E
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
一、营业收入(万元)	25,415,700.00	30,669,223.33	33,400,443.51	38,354,391.49
利息净收入(万元)	22,446,500.00	26,536,545.00	28,737,721.09	32,841,048.01
利息收入(万元)	35,728,700.00	44,202,510.00	46,231,442.94	50,947,050.11
减: 利息支出(万元)	13,282,200.00	17,665,965.00	17,493,721.84	18,106,002.11
手续费及佣金净收入(万元)	3,438,400.00	4,262,325.00	4,901,673.75	5,636,924.81
手续费及佣金收入(万元)	3,743,900.00	4,539,125.00	5,219,993.75	6,002,992.81
减: 手续费及佣金支出(万元)	305,500.00	276,800.00	318,320.00	366,068.00
投资净收益(万元)	204,000.00	236,160.00	120,790.00	236,160.00
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益(万元)	1,600.00	162,240.00	82,981.75	162,240.00
公允价值变动净收益(万元)	-12,800.00	-3,200.00	-4,466.67	-4,466.67
汇兑净收益(万元)	-688,100.00	-369,166.67	-369,166.67	-369,166.67
其他业务净收益(万元)	-114,700.00	6,560.00	13,892.00	13,892.00
二、营业支出(万元)	14,097,200.00	15,346,958.43	16,534,188.08	18,564,280.12
营业税金及附加(万元)	1,451,100.00	1,833,797.65	1,997,104.85	2,293,315.10
管理费用(万元)	8,763,100.00	9,446,120.79	11,690,155.23	13,424,037.02
资产减值损失(万元)	3,740,600.00	4,067,040.00	2,846,928.00	2,846,928.00
三、营业利润(万元)	11,318,500.00	15,322,264.90	16,866,255.43	19,790,111.37
加: 营业外收入(万元)	326,000.00	275,200.00	300,600.00	300,600.00
减: 营业外支出(万元)	133,100.00	64,650.00	98,875.00	98,875.00
四、利润总额(万元)	11,511,400.00	15,532,814.90	17,067,980.43	19,991,836.37
减: 所得税(万元)	3,312,400.00	3,572,547.43	3,925,635.50	4,598,122.37
五、净利润(万元)	8,199,000.00	11,960,267.47	13,142,344.93	15,393,714.01
减: 少数股东损益(万元)	73,400.00	47,841.07	52,569.38	61,574.86
归属于母公司所有者的净利润(万元)	8,125,600.00	11,912,426.40	13,089,775.55	15,332,139.15
六、每股收益				
(一) 基本每股收益(元)	0.24	0.36	0.39	0.46
(二) 稀释每股收益(元)	0.24	0.36	0.39	0.46

数据来源: 广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

工商银行(601398)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。