

工商银行(601398.SH)

息差收窄压力不大，抵御风险能力增强

——工商银行年报点评

张继袖
86-22-28451849

评级: 买入
上次评级: 中性
目标价格: 4.53
上次预测:
当前价格: ¥ 3.77
2009.03.25

本报告导读:

- 严控成本支出，保证利润增长
- 关注类贷款余额上升，占比下降
- 组合拨备占比提高 11 个百分点

事件:

公司2008年实现营业收入3097.58亿元，同比增长21.21%，营业利润1435.31亿元，同比增长26.81%，归属母公司的净利润1107.66亿元，同比增长36.32%。公司全年EPS为0.33元/股。净利差和净息差分别为2.80%和2.95%，同比上升13个和15个基点。

点评:

● 营业收入增速大于营业支出增速保证营业利润增长26.81%

公司营业收入增速21.21%，营业支出增速仅为16.76%，保证了营业利润增长26.81%，达到1435.31亿元，公司成本收入比下降至29.54%，同比下降5.3个百分点。工行严控费用的举措保证了营业利润的稳步增长。

● 息差同比上升源于生息资产收益率上升

公司08年NIM2.95%，同比上升15个BP，主要是由于贷款平均收益率由2007年的6.11%上升至7.07%，以及公司把握住了人民币债券市场收益率趋势，使得证券投资平均收益率由上年的3.06%上升至3.34%。所以，生息资产平均收益率上升49个基点至4.94%，而同期计息负债平均付息率仅上升36个基点至2.14%。我们判断，由于工行存贷比行业最低，仅为56%，1年内重定价的非重组类债券占比仅为15%，09年息差下行压力好于同业。

● 关注类贷款余额上升，占比下降

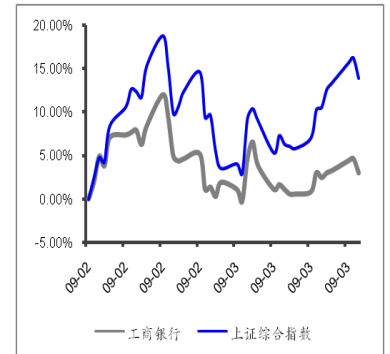
全年不良率2.29%，比年初下降45个BP。不良贷款余额为1044.82亿元，比年初下降72.92亿元，实现“双降”。关注类贷款余额2379.03亿元人民币，较年初增加50.24亿元人民币，占贷款余额的5.2%，较年初下降0.52个百分点。

● 组合拨备占比上升，抵御风险能力加强

2008年末，贷款减值准备余额1,359.83亿元，比上年末增加202.96亿元，增长17.5%。其中，组合拨备占比达到60%，比07年上升了11个百分点。拨备覆盖率130.15%，上升26.65个百分点；抵御风险能力进一步增强。

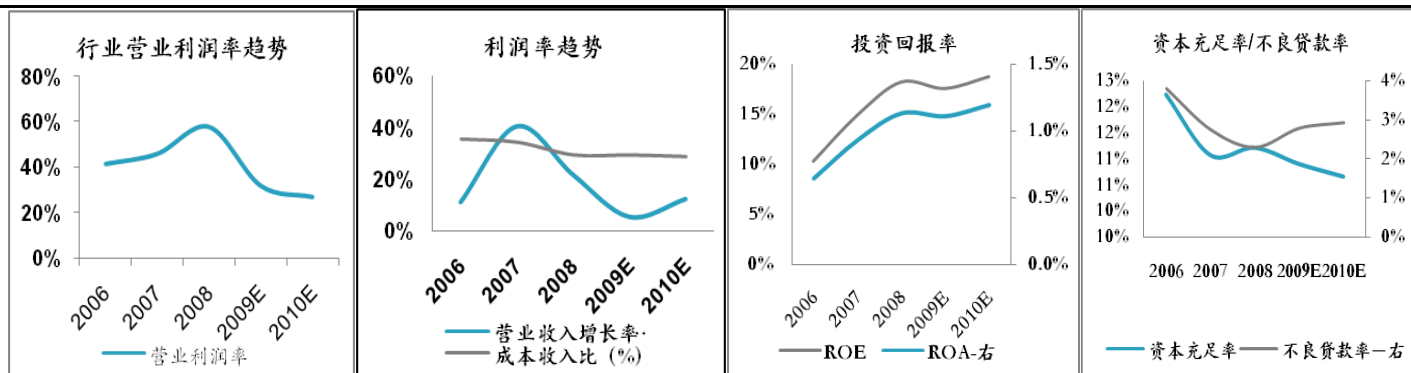
● 投资建议:

我们预计公司09年归属于母公司股东的净利润将实现7.6%的增长，达到1192亿元，EPS0.36元/股，对应的PE为10.47X，PB为1.89X，具有估值优势，给予买入评级。



相关报告

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	利润表	2007	2008	2009E	2010E
现金及存放中央银行款项	1142346	1693024	1878290	1667637	净利息收入	224465	263037	268103	297397
存放同业和其它金融机构款项	29406	41571	46120	40948	手续费及佣金净收入	34384	44002	54374	64540
拆出资金	170352	126792	140667	124891	其他净收入	-6116	2291	4057	5213
证券投资	3107586	3076751	3288008	3988980	营业收入合计	252733	309330	326534	367151
买入返售金融资产	75880	163493	181384	161041	营业税金及附加	14511	18765	19781	22242
衍生金融资产	22769	15721	16652	19994	业务及管理费	87631	91506	96462	106291
发放贷款及垫款	3957542	4436011	4935598	5494562	资产减值损失	37406	55528	56196	56408
固定资产	79146	84948	64620	61093	营业支出合计	139548	165799	172440	184941
递延所得税资产	5865	10775	12859	13441	营业利润	113185	143531	154095	182210
投资性房地产	0	0	0	0	营业外收支净额	1929	1770	1769	1768
其他资产	93396	105749	135922	181697	拨备前利润	150591	199059	210743	239126
资产合计	8684288	9757654	10700119	11754284	利润总额	115114	145301	156316	184486
同业和其它金融机构存放款项	727609	592607	568900	664190	减：所得税	33124	34150	36739	43360
拆入资金	77565	53647	32509	46774	净利润	81990	111151	119577	141126
交易性金融负债	15590	11834	13770	15850	归属于母公司的净利润	81256	110766	119163	140637
卖出回购金融资产款	193508	4648	162288	173437	少数股东损益	734	385	414	489
吸收存款	6898413	8223446	9692421	11302605	基本每股收益	0.24	0.33	0.36	0.42
应付债券	35562	35726	35248	35228	稀释每股收益	0.24	0.33	0.36	0.42
负债合计	8145341	9154471	10027386	11010008	财务指标	2007	2008	2009E	2010E
股本	334019	334019	334019	334019	成长性				
资本公积金	106207	112243	112981	114206	营收增长率	40.65%	21.88%	5.56%	12.44%
盈余公积金	13536	24650	36566	50630	EBIT 增长率	59.83%	25.97%	7.50%	17.73%
未分配利润	45440	72146	116811	170066	净利润增长率	66.44%	36.32%	7.58%	18.02%
一般风险准备	40834	69355	72355	75355	盈利性				
少数股东权益	5305	3955	4369	4858	ROA	0.94%	1.14%	1.11%	1.20%
股东权益合计	538947	603183	672733	744276	ROE	14.93%	18.24%	17.60%	18.77%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	EBIT 率	45.78%	47.32%	48.18%	50.45%
净利润	81256	110766	119163	140637	净利差	2.80%	2.95%	2.68%	2.71%
EBIT	116350	146569	157556	185492	成本收入比	34.48%	29.54%	29.50%	28.91%
NOPLAT	82871	112121	120526	141896	估值倍数				
资产准备	37406	55528	56196	56408	PE	15.50	11.37	10.57	8.95
折旧与摊销	2259	9645	10282	5466	P/S	4.95	4.07	3.85	3.43
来源	1102351	1010480	872501	982133	P/B	2.34	2.09	1.87	1.69
运用	1174799	1073366	942465	1054165	股息收益率	0.42%	3.53%	4.73%	5.58%
自由现金流	12682	58880	60844	75329	EV/EBITDA	10.96	8.13	7.56	6.61



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石油行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜） 研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	IT 行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	农、林、牧、渔行业研究 周军 +86 22 2845 1802	金融工程与策略研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 房振明 +86 22 8837 0816
股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn