

金融——银行

报告原因：年报公布

2009年03月26日

市场数据：2009年03月26日

收盘价（元）	3.99
一年内最高/最低（元）	6.94/3.13
市净率	2.22
市盈率	12.09
流通A股市值	596.51 亿

基础数据：2009年03月26日

每股净资产（元）	1.81
资本充足率%	13.47
总股本/流通A股（百万）	334018.85/14950
流通B股/H股（百万）	0/23064

相关研究

执笔人

赵越

zhaoyue@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

工商银行 (601398)

增持

金融危机下最盈利银行，未来稳步增长毫无悬念

评级

公司研究

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

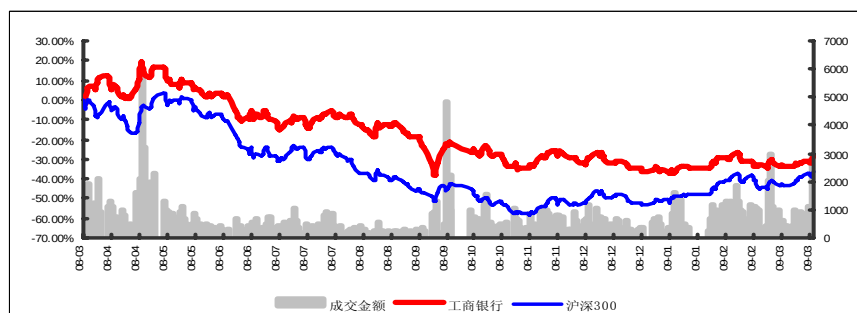
	主营 收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	市盈率
2007A	254157	37.61	81247	65.5	0.24	16.63
2008A	309758	21.88	110766	36.3	0.33	12.09
2009E	319051	3	113660	2.6	0.34	11.74
2010E	339880	6.5	126079	10.9	0.38	10.5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- 工行的年报显示各项指标均良好，结构和增长均表现稳定。工行 08 年期末资产规模达 97576 亿元。归属母公司净利 1108.41 亿，同比增长 36%，EPS 0.33 元。
- 工行 08 年全年净利差为 2.80%，净息差为 2.95%。预计 09 年息差收窄幅度在 35 至 41 个基点之间，低于行业平均降幅。
- 不良贷款率 2.29%较年初下降了 45 个基点，不良贷款余额下降了 72.92 亿元，实现了不良贷款“双降”。考虑到工行贷款多为大型项目和基建贷款，以及不良贷款出现的滞后性，09 年不良贷款状况不会恶化。
- 根据最新承诺高盛集团将在 2010 年 4 月 28 日前，不会减持目前持有的限售股的 80%。这样 4 月原本 120 亿的 H 股将冲击港股市场的规模，将减少近 60 亿股，减持危机估计可以平安度过。
- 工行 09 年和 10 年的 EPS 分别为 0.34 和 0.37 元，BVPS 为 2.03 和 2.23 元，今年的 PE 为 11.74，PB 为 1.97。我们认为工行的目标价位 4.42 元，给予“增持”评级。

一年内公司股价与大盘对比走势：



1 金融危机影响有限，业绩增长良好

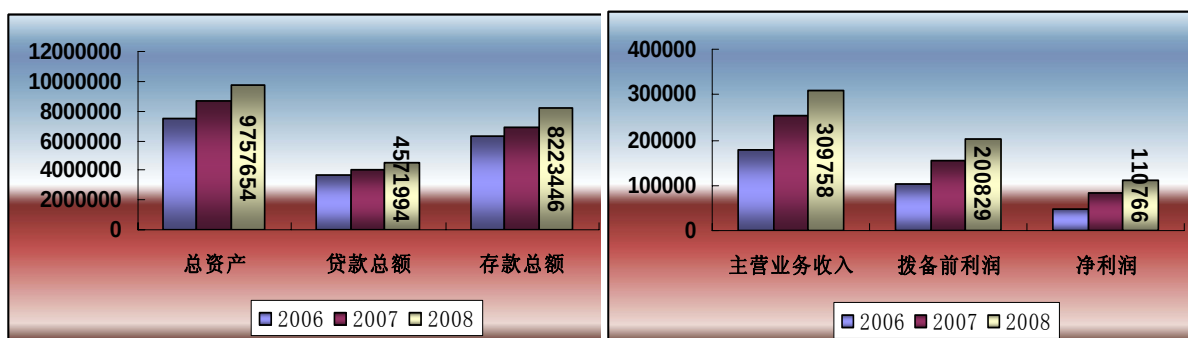
次贷危机爆发以来，全球各大金融机构已经历连续几个季度的利润下滑和越来越大的资产减记和信贷损失，工行的年报显示各项指标均良好，结构和增长均表现稳定。工行 08 年期末资产规模达 97576 亿元，同比增长 12.36%。税后利润 1111.51 亿，同比增长 35.2%，归属母公司股东净利 1108.41 亿，同比增长 36%，基本每股收益 0.33 元。工商银行 08 年利息净收入 2630.37 亿元，同比增长 17.2%，占营业收入的 84.8%。工行 08 年拨备覆盖率同比增 26.65 个百分点至 130.15%，不良贷款率下降 0.45 个百分点至 2.29%，全年新增人民币贷款 5367.65 亿元，同比增长 14.3%。工行年报披露各类资产减值计提损失 554.62 亿元，同比增长 48.3%。纵观各项数据，总体来说工行的业绩增长相对平稳，并未受到国外次贷危机的严重影响，如果剔除大量计提的资产减值损失表现更为良好。

图 1：近 3 年资产状况

单位：百万

图 2：收入利润增长状况

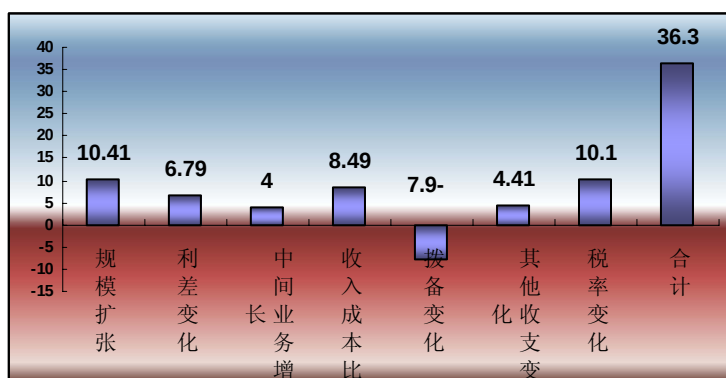
单位：百万



资料来源：山西证券研究所 公司公告

对于工行来说，利息收入的增长仍旧是业绩稳定增长的原动力，生息资产的稳步增长起到了良好的作用。计提贷款减值损失 365.12 亿元，比去年增加 34.51 亿元，对于计提拨备的大幅度增长，一方面是外币债券资产减值损失增提，还有考虑到严峻经济形式下可能出现的呆坏账情况，最终的减值损失有待观察。至于国家下调有效税率，应属一次性的影响。

图3 工行净利润来源增速分析



资料来源：山西证券研究所

2 全年息差上升，未来收窄压力小于同行

由于 2007 年央行六次升息的滞后影响，客户贷款平均收益率大幅提高，由上年的 6.11% 上升至 7.07%；生息效应，资本市场动荡使得存款回流和定期化加强，存款平均成本率由上年的 1.77% 上升至 2.17%，工行 2008 年全年净利差为 2.80%，较 2007 年上升了 13 个基点，净息差为 2.95%，同比上升了 15 个基点。但是由于受到第四季度开始的大幅降息影响，2008H2 的净息差要比 2008H1 的下降了 12 个基点，不过这样的情况好于同业在四季度的降幅。

09 年，由于受到降息的累计效应和滞后性的影响，可能净息差会受到一定的影响，但是对工行的影响有限。工行的存贷比为 56%，属于全行业最低，因此非对称降息给工行带来的压力要相对小些，而未来工行 91% 的定期存款将会到期，按照执行新的利率标准，这对工行的存款业务也是一个正面影响。非重组类债券投资中，年内重新定价仅占 14.9%，债券投资收益下降有限。考虑到以量补价和以上因素，预计 09 年息差收窄幅度在 35 至 41 个基点之间，低于行业平均降幅。

图表 4 净息差分析 单位: % bp

	2008	2007	yoy	2008H1
生息资产收益率	4.94	4.45	49	4.91
存放央行	1.8	1.79	1	1.82
同业往来资产	3.23	4.18	-95	3.87
贷款及贴现	7.07	6.11	96	6.97
公司贷款	7.23	6.36	87	7.04
贴现	6.74	4.05	269	7.48
个人贷款	7.13	6.3	83	7.11
证券投资	3.34	3.06	28	3.3
重组类投资	2.23	2.26	-3	2.23
其他投资	3.88	3.48	40	3.83
付息负债付息率	2.14	1.78	36	2.03
存款	2.17	1.77	40	2.08
同业往来负债	1.79	1.73	6	1.7
发行债券	3.55	3.77	-22	3.53
NIM	2.95	2.8	15	3.01

资料来源: 山西证券研究所 公司公告

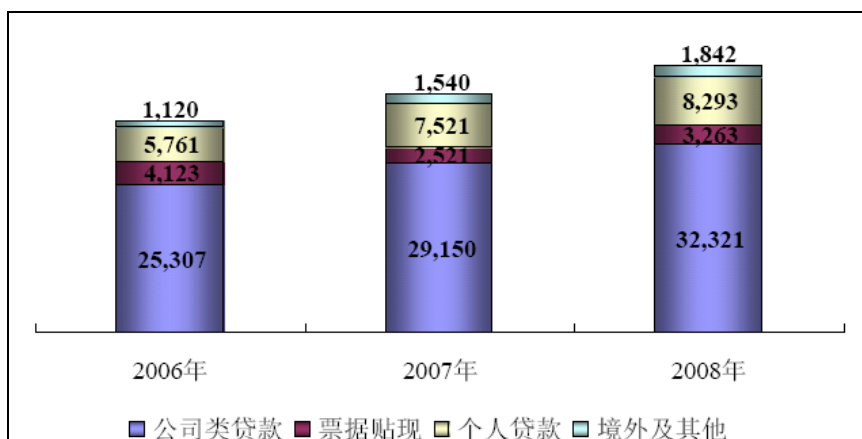
3 资产质量持续走好，拨备覆盖上升

工行 2008 年年末，贷款余额为人民币 45719.94 亿元，比年初增加 4987.65 亿元，增幅 12.2%；比年初制定的 3650 亿元的新增投放量多 1717.65 亿元，也是工行历史上投行贷款最多的一年。不良贷款率 2.29%较年初下降了 45 个基点，不良贷款余额下降了 72.92 亿元，实现了不良贷款“双降”。但是有值得我们关注的问题，关注类贷款余额比年中高出 22%。关注类贷款占比 5.2%高出年中 75 个基点，关注类贷款和不良贷款合计比年中高出 15%。个人不良贷款增至 95.93 亿元，增加了 9.83 亿元。由于受出口等因素的影响，纺织服装的不良贷款率上升了 73 个基点，达 9.41%。

今年前两个月，工行新增贷款已达 3352 亿元，全年预计不低于 5300 亿元的水平，上半年将超过 60%。全年 7%左右的增长率，但是按月看呈递减状态的可能性较大。由于本轮经济危机的影响，加上从四季度开始大规模的放贷，不良贷款率上升的问题值得担忧。但是考虑到目前工行贷款多为大型项目和基建贷款，以及不良贷款出现的滞后性，09 年不良贷款状况不会出现恶化。

图表 5 工行贷款结构

单位: 亿元



资料来源: 山西证券研究所 公司公告

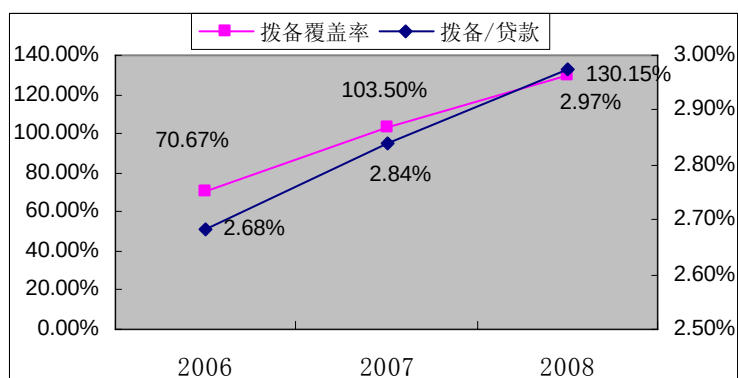
图表 6 工行 贷款 5 级分类状况

项目	2008 年 12 月 31 日		2007 年 12 月 31 日	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)
正常	4,229,609	92.51	3,728,576	91.54
关注	237,903	5.20	232,879	5.72
不良贷款	104,482	2.29	111,774	2.74
次级	37,694	0.83	38,149	0.94
可疑	55,641	1.22	62,042	1.52
损失	11,147	0.24	11,583	0.28
合计	4,571,994	100.00	4,073,229	100.00

资料来源: 山西证券研究所 公司公告

2008 年末, 工行拨备覆盖率达到 130.15%, 比年初提高 26.65 个百分点, 略高于央行指导 130%。工行的拨备状况持续上升, 并且贷款总额准备金率持续上升, 对于贷款风险的控制能力在不断加强。对于工行所持的美元各项受金融危机影响的投资资产, 计提拨备达 19.17 亿美元, 拨备覆盖率超过 100%, 完全可以规避此类投资浮亏带来的风险。在 09 年工行, 面对有可能增加的呆坏账额, 以及针对央行可能提高的 150% 的拨备要求, 工行在 08 年大量计提减值准备, 有效降低了今年计提减值的压力。

图表 7 工行近年拨备状况



资料来源：山西证券研究所 公司公告

4 高盛锁定减持股份，减持危机悄然度过

高盛集团合计持有目前限售 H 股 164 亿股，占工行股本的 4.93%，根据最新的承诺高盛集团将在 2010 年 4 月 28 日前，不会减持目前持有的限售股的 80%。这样 4 月原本 120 亿的 H 股将冲击港股市场的规模，将减少近 60 亿股。虽然安联和美国运通，目前没有承诺，但是这样 4 月港股解禁对 A 股市场的影响也会缩减。

图 8 工行战投解禁状况

解禁战投公司	解禁股数	解禁时间
高盛集团	82 亿	2009.4.28
	82 亿	2009.10.20
安联集团	32 亿	2009.4.28
	32 亿	2009.10.20
美国运通	6 亿	2009.4.28
	6 亿	2009.10.20

资料来源：山西证券研究所 公司公告

4 09 年业绩维持正增长预期，维持增持评级

由于工行的大行优势，在经济危机下抵御风险的能力较强，各项指标在国有大银行中表现突出。09 年，有良好的项目贷款资源，对息差收窄、不良贷款和拨备的担忧要小于同业；次贷危机中受影响的外国债部分风险已经基本释放。总体估计，最终实现净利润的正增长。我们预计工行 09 年和 10 年的 EPS 分别为 0.34 和 0.37 元，BVPS 为 2.03 和 2.23 元。按目前的股价，今年的 PE 为 11.74，PB 为 1.97，作为大行表现尚属不俗。我们认为工行的目标价位应为 4.42 元，给予“增持”评级。

利润表

单位：百万元

	2006	2007	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	178,889.00	254,157.00	309,758.00	319,050.74	339,880.14
利息净收入	163118	224465	263037	265404.333	278674.5497
手续费及佣金净收入	16344	34384	44002	50162.28	57686.622
其他净收入	-573.00	-4,692.00	2,719.00	3,484.13	3,518.97
二、营业支出	108077	140972	166227	168720.405	172938.4151
营业税金及附加	11419	14511	18765	18933.885	19123.22385
管理费用	64469	87631	91506	107758.52	99567.19127
资产减值损失	32189	37406	55528	42028	54248
三、营业利润	70,812.00	113,185.00	143,531.00	150,330.34	166,941.72
营业外收支净额	709	1929	1770	1785.93	1802.00337
拨备前利润总额	103710	152520	200829	194144.265	222991.7282
四、利润总额	71,521.00	115,114.00	145,301.00	152,116.27	168,743.73
减：所得税	22185	33124	34150	38029.06625	42185.93204
五、净利润(元)	49336	81990	111151	114087.1988	126557.7961
减：少数股东损益		617	743	385	427.35
归属于母公司所有者的净利润	48719	81,247.00	110,766.00	113,659.85	126,079.16
六、每股收益(元)		0.24	0.33	0.34	0.38

资料来源：山西证券研究所 公司公告



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。