

# 工商银行(601398)

2009 年一季报点评

谨慎推荐

调升评级

## 金融/银行

2009 年 4 月 27 日

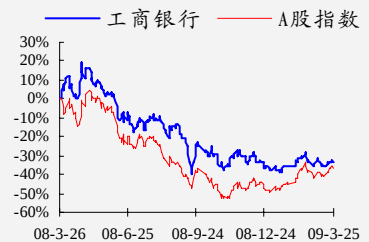
### 投资要点:

- 09 年一季度, 公司实现主营业务收入 726.30 亿元, 同比下降 4.3%, 实现净利润 352.89 亿元, 同比增长 6.03%, 实现每股收益 0.11 元, 实现每股净资产 1.90 元。实加权平均净资产收益率 5.68%。
- 净息差迅速下降是公司营业收入下降的主要原因, 税率下降和拨备的适当释放是公司利润增长的主要原因。
- 维持前期盈利预测。
- 目前维持工商银行的评级为长期推荐, 但是大盘银行股在目前的市场形势下很难强于大盘。不过相对与建设银行不同的净利润的同比正增长可能对其股价带来一定的支持作用, 暂时上调短期评级为谨慎推荐投资评级。

### 业绩预测:

|       | 主营收入<br>(亿元) | 增长率<br>(%) | 归属母公<br>司净利润<br>(亿元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益率(%) |
|-------|--------------|------------|----------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 2008  | 3102         | 20.5       | 1112.26              | 35         | 0.33       | 19.43      | 11.42      |              |
| 2009E | 3000         | -3.29      | 1235.8               | 12         | 0.37       | 18.97      | 10.19      |              |
| 2010E | 3300         | 10         | 1302.6               | 5.4        | 0.39       | 17.33      | 9.67       |              |
| 2011E |              |            |                      |            |            |            |            |              |

### 走势图



### 市场数据

2009-4-27

|          |        |
|----------|--------|
| 收盘价:     | 3.99 元 |
| 52 周最高价: | 6.94 元 |
| 52 周最低价: | 3.13 元 |
| 平均持仓成本:  | 3.96 元 |

### 基本数据

2008Q1

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本 (万股):    | 33,401,900 |
| 流通 A 股 (万股): | 25,096,235 |
| 每股收益 (元):    | 0.11       |
| 每股净资产 (元):   | 1.90       |
| 每股经营现金流 (元): | -0.4       |
| 市净率:         | 2.1        |

分析师: 唐亚韞

TEL: (8621)6336 7000-274

FAX: (8621)6337 3209

Email: wendyt77@126.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

## 事件

09 年一季度，公司总资产规模达到 109784.58 亿元，比年初增长 12.52%；存款规模 91137.67 亿元，比年初增长 10.83%；贷款规模 52084.29 亿元，比年初增长 13.92%；实现主营业务收入 726.30 亿元，同比下降 4.3%，实现净利润 352.89 亿元，同比增长 6.03%，实现每股收益 0.11 元，实现每股净资产 1.90 元。实加权平均净资产收益率 5.68%。

### 一、公司业绩变化的主要原因

**1.1 息差下降明显使得贷款规模的增长没有完全做到以量补价：**2009 年 1-9 月，工商银行实现利息净收入 577.48 亿元，同比下降 12.88%，09 年一季度工商银行新增 6364.35 亿元贷款，已经超过了去年全年 4988 亿元的贷款增量；；按此规模计算，全年贷款增量有望达到 8000 亿元以上；贷款增速有望达到 17%以上；从结构上看，票据贴现现在季末的余额达到 5276 亿元；本季新增 2030 亿元，占贷款增量的比重达到 31.89%，票据贴现整体占总贷款余额的比例达到了 10.13%，比去年年底的 7.1%上升了 3.2 个百分点；公司类贷款余额为 36229 亿元，与去年年底的规模相比增加了 3905 亿元，占贷款增量的比重达到 61.36%，不过占比从去年年底的 70.7%下降到 69.59%；个人贷款的余额为 8818.84 亿元，与去年年底的规模相比增加了 498 亿元，占贷款增量的比重达到 7.82%。存款结构上看，活期存款占比为 47.70%，比年初的 48.5%继续下降。

#### 1.2 净息差迅速下降

工商银行在季报中没有公布净息差的情况，但是净利息收入的下降说明了与建设银行一样，工商银行的净息差同比和环比肯定出现了明显下降，08 年全年工商银行的净息差为 2.95%，我们初步计算一季度末的净息差为 2.35%左右，环比下降了 55 个基本点。

**1.3 非利息业务收入稳健增长：**虽然宏观经济环境的不利变化可能对银行的中间业务收入尤其是代理业务收入的开展带来一定的不利影响，不过工商银行 09 年一季度的中间业务依旧实现了稳健增长，银行实现手续费净收入约 135 亿元，比去年同期增长 9.66%，与 08 年第四季度的 98.78 亿元相比环比出现了明显的增长，占营业收入的比重达到 18.59%；比去年年底的 18.09%上升了 0.5 个百分点；整体工商银行实现非利息收入 148.82 亿元，非利息业务收入占营业净收入的比重为 20.49%。

**1.4 实际税率迅速下降：**由于法定税率的降低、递延税收资产调整因素消失以及持有的国债利息收入免税等原因，09 年一季度末工商银行的实际税率仅为 22.65%，比去年同期的 23.8%下降了 1.15 个百分点，也是公司业绩驱动的最主要因素。

**1.5 成本收入比的刚性上升：**由于营业收入增速的下降，工商银行的成本收入比也出现了刚性的上升；09 年一季度工商银行的成本收入比为 25.87%；比去年一

季度的 25.34% 的低点上升了 0.53 个百分点

## 二、工商银行资产质量以及资产迁徙情况

从数据上看，工商银行的资产质量出现了持续的优化，按照中国银监会的五级分类标准继续实现了不良贷款余额和不良贷款率的双降，按照银监会的五级分类的情况看：截止 09 年 3 月 31 日，工商银行的五级分类的不良贷款余额为 1026.5 亿元，比去年年底的 1045 亿元减少了 18.5 亿元，不良贷款率为 1.97%；比去年年底的 2.29% 下降了 32 个基点。不良贷款覆盖率为 132.02%，比去年年底的 130.15 提高了 1.87 个百分点。

但是与建设银行不同的是，随着贷款规模的大幅度增加，工商银行并没有大幅度的提高资产减值损失计提的力度，这一点从拨备覆盖率的水平和计入利润表的资产减值损失可以明显看出，09 年一季度末，工商银行计入利润表的资产减值损失仅为 232.08 亿元，比去年同期的 239.71 亿元还有所下降，实际上工商银行体现出了拨备释放的趋势，这也是工商银行净利润同比能维持增长的主要原因。

## 三、有关工商银行证券投资的情况

工商银行证券投资的情况一直是人们关注的重点；截至 09 年一季度末，工商银行持有的与美国住房相关债券投资有关的投资情况是美国次级住房贷款抵押债券 11.84 亿美元，持有美国 Alt-A 住房贷款抵押债券为 5.90 亿美元，持有美国结构化投资工具（SIVs）0.55 亿美元，持有雷曼兄弟债券 1.42 亿美元，持有公司债务抵押债券（CDOs）5.05 亿美元，对上述债券的拨备率达到 73.14%；持有两房债券 14.95 亿美元，拨备率达到 8.64%；累计持有与美国住房相关的债券账面价值 39.71 亿美元，占公司资产的比重为 0.24%。

## 四、盈利预测和投资建议

### 4.1 盈利预测

我们维持前期盈利预测，预测银行 09 年、10 年的每股收益分别为 0.37 元和 0.39 元，其中暂时上调了 10 年的盈利预测，主要是由于在净息差、成本收入比和信贷成本上我们对于 10 年的情况处于经济可能在 09 年见底回升的情况进行了上调，不过 10 年的情况不确定性很大，我们将在后续情况进一步明朗之后随时调整；09 年工商银行的净利润增速为 12%；实现每股净资产 2.1 元。按照 4 月 27 日收盘价 3.99 元计算，目前的动态 PE 和 PB 分别为 10.78 和 1.9 倍。

### 5.2 投资建议

我们前期认为工商银行的全国覆盖最广的网络，国内最庞大的销售队伍以及领先的 IT 信息技术和优秀的电子银行业务以及个人金融业务，能够最大限度的分享中国宏观经济的健康成长和在混业趋势下受益，08 年全年工商银行在理财业务、

电子银行业务、托管业务等方面的出色表现印证了我们前期的观点，我们认为目前工商银行 08 年的估值水平合理，次级债和两房债券的风波对工商银行影响虽然基本可以忽略但是影响可能正在深化，不过工行的一贯匀速增长的风格和大银行的充裕流动性时期在宏观调控的背景下受到的不利影响最小，因此**目前维持工商银行的投资评级为长期推荐**，但是大盘银行股在目前的市场形势下很难强于大盘。不过相对与建设银行不同的净利润的同比正增长可能对其股价带来一定的支持作用，暂时上调短期评级为**谨慎推荐投资评级**

### **投资评级说明:**

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益  $\pm 5\%$  之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

### **郑重声明:**

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

### **东北证券股份有限公司金融与产业研究所**

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209