

工商银行（601398） 多元化银行

—优势突出 劣势明显 志在长远

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	5.35	元
------	----	------	---	-----	------	---

投资要点：

- **工行对公存贷款业务优势明显。**由于期限结构的原因，工行有较高的对公贷款收益率和较低的对公存款成本率。
- **工行个人存贷款业务收益率低于同业。**个人存款中，中长期存款占比比较高，导致其个人存款成本高于同业。
- **资金业务收益率水平难言亮点。**由于存在大量重组类债券，债券投资收益率水平低于同业；同业收益率水平波动性较大，在货币紧缩阶段高于行业平均水平，在货币宽松阶段，低于行业平均水平。
- **工行中间业务快速增长，管理费用稳步下降，贷款质量持续改善。**
- **工行采用的是低资本消耗的盈利模式，低资本消耗业务对业绩的贡献远高于同业。**对资本“质与量”更严厉的监管要求，有利于提升工行长期投资价值。
- **目前银行业估值仅是大盘估值水平 0.71，在没有明确证据表明银行业的资产质量将严重恶化的情况下，银行业估值水平有进一步修复的需要。**
- **预计 10-11 年实现净利润分别为 1545 亿和 1952 亿，年均复合增长率接近 20%，每股收益为 0.46 元和 0.58 元。**目前股价对应 10 年、11 年的动态 PE 仅为 11.33 倍和 8.96 倍，处于上市银行中较低的水平，给予工行长期“推荐”的投资评级。

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	254157	309758	300224	366882	447196
营业收入增长率	42.08%	21.88%	-3.08%	22.20%	21.89%
净利润（百万元）	81256	110766	130453	154494	195236
净利润增长率	47.59%	36.32%	17.77%	18.43%	26.37%
EPS（元）	0.24	0.33	0.39	0.46	0.58
ROE	16.16%	19.40%	20.29%	21.25%	23.50%
P/E	21.54	15.80	13.42	11.33	8.96
P/B	3.25	2.90	2.56	2.27	1.97
股息收益率	2.54%	3.15%	3.73%	4.41%	5.58%

2009 年 11 月 12 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	5.56/3.48
上证指数/深圳成指	3175.19/13106.92
50 日均成交额(百万元)	804.56
市净率(倍)	2.96
股息率	3.08%

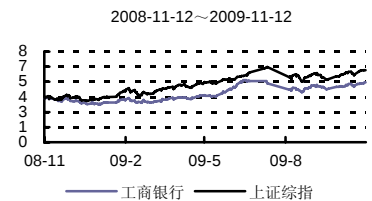
基础数据

流通股(百万股)	334018.85
总股本(百万股)	334018.85
流通市值(百万元)	1787000.85
总市值(百万元)	1787000.85
每股净资产(元)	1.81
净资产负债率	1517.04%

股东信息

大股东名称	中央汇金投资有限责任公司
持股比例	35.40%

52 周行情图



相关研究报告

- 《》，2009-11-11
- 《》，2009-10-30
- 《》，2009-10-30

联系方式

研究员：	喻炜
电 话：	021-51097188-1933
电 邮：	
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F（200120）

目 录

1、对公存贷款业务优势明显.....	3
2、个人存贷款收益水平低于同业	5
3、资金业务收益水平难言亮点	7
3.1 债券投资收益率存在劣势	7
3.2 同业收益率波动性较大	7
4、中间业务快速增长	9
5、管理费用率稳步下降.....	10
6、贷款质量持续改善	11
7、低资本消耗的盈利模式	14
8、盈利预测、估值与投资建议	16
8.1 预计 09-11 年净利润年均复合增长率 20%.....	16
8.2 银行业整体估值有进一步修复的需要	18
8.3 给予工行长期“推荐”的投资评级	19

1、对公存贷款业务优势明显

工行对公存贷款利差水平优于行业水平，具有一定的优势。选取 2006、2007、2008 和 1H2009 的对公贷款利差作横向比较：

- 工行低于建行 10-20 个基点；
- 2008 年、1H2009 工行高于交行；
- 对于以招行和中信银行为代表的股份制商业银行，工行优势明显。

工行的对公存贷款业务优势，来源于其较高的对公贷款收益率和较低的对公存款成本率。

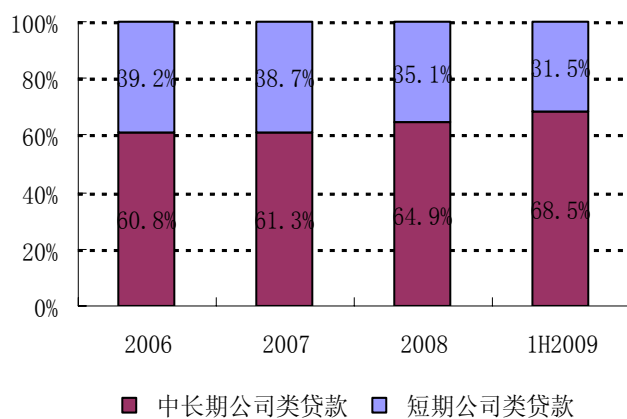
表 1:对公存贷利差优于同业

	工商银行	建设银行	交通银行	招商银行	中信银行
对公贷款收益率					
2006	5.81%	5.91%	6.04%	5.60%	5.67%
2007	6.36%	6.59%	6.39%	6.17%	6.36%
2008	7.23%	7.35%	7.12%	6.91%	7.10%
1H2009	6.06%	6.22%	5.61%	5.31%	5.57%
对公存款成本率					
2006	1.30%	1.27%	1.35%	1.53%	1.92%
2007	1.48%	1.41%	1.46%	1.75%	1.93%
2008	1.82%	1.75%	1.86%	2.05%	2.32%
1H2009	1.40%	1.36%	1.41%	1.45%	1.70%
对公存贷利差					
2006	4.50%	4.63%	4.70%	4.07%	3.75%
2007	4.88%	5.18%	4.93%	4.42%	4.43%
2008	5.41%	5.60%	5.26%	4.86%	4.77%
1H2009	4.67%	4.86%	4.20%	3.85%	3.87%

数据来源：公司资料、国元证券研究中心

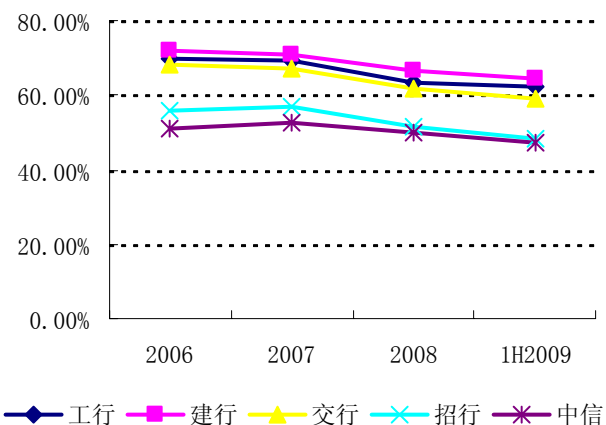
- **较高的对公贷款收益率。**工行对公贷款收益率低于建行 10-20 个基点，高于交行，明显高于招行和中信银行。工行对公贷款的优势，主要与其贷款期限结构有关，工期中长期贷款占比较高，基本维持在 60% 以上。从 06 年到 09 年中期，中长期对公贷款比重从 60.8% 进一步提高至 68.5%。更高比重的中长期贷款，提升了其潜在贷款收益率水平。
- **较低的对公存款成本。**工行对公存款成本率略高于建行，略低于交行，明显低于招行和中信银行。工行对公存款的低成本优势，源自活期存款比重较大。2009 年中期，工行对公存款中，活期存款占 62%，比建行低 2 个百分点，比交行、招行和中信分别高出 3 个百分点、14 个百分点和 15 个百分点，较高的活期存款比重，降低了存款成本。

图 1. 对公中长期贷款占比维持在 60%以上



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

图 2. 对公活期存款比重较大



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

2、个人存贷款收益水平低于同业

工行个人存贷款利差劣势明显，低于行业水平。

- 2008 年底，工行个人存贷款利差比样本银行（建行、交行、招行和中信银行）低 11 个基点、21 个基点、52 个基点和 5 个基点；
- 09 年中期，工行个人存贷款利差比样本银行低 22 个基点、93 个基点、52 个基点和 22 个基点。

表 2：对公存贷利差优于同业

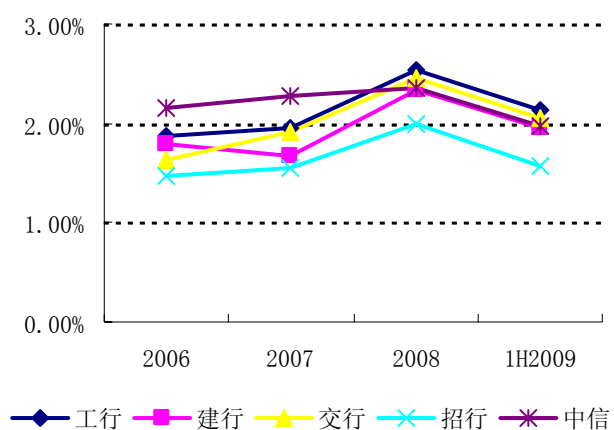
	工商银行	建设银行	交通银行	招商银行	中信银行
个人贷款收益率					
2006	5.83%	5.69%	5.69%	5.89%	5.74%
2007	6.30%	6.05%	6.29%	6.04%	6.09%
2008	7.13%	7.04%	7.27%	7.11%	6.99%
1H2009	5.15%	5.20%	6.00%	5.12%	5.41%
个人存款成本率					
2006	1.87%	1.79%	1.64%	1.47%	2.15%
2007	1.96%	1.68%	1.91%	1.55%	2.27%
2008	2.53%	2.34%	2.46%	1.99%	2.35%
1H2009	2.13%	1.95%	2.06%	1.58%	1.98%
个人存贷款利差					
2006	3.96%	3.90%	4.05%	4.42%	3.59%
2007	4.34%	4.37%	4.38%	4.49%	3.82%
2008	4.60%	4.71%	4.81%	5.12%	4.65%
1H2009	3.02%	3.24%	3.95%	3.54%	3.44%

数据来源：公司资料、国元证券研究中心

工行的个人存贷款业务劣势，主要因为其个人存款成本高于其它银行。08 年底，工行个人存款成本率为 2.53%，分别高出样本银行 19 个基点、7 个基点、54 个基点和 18 个基点；09 年中期，工行个人存款成本率为 2.13%，分别高出样本银行 18 个基点、7 个基点、55 个基点和 5 个基点。

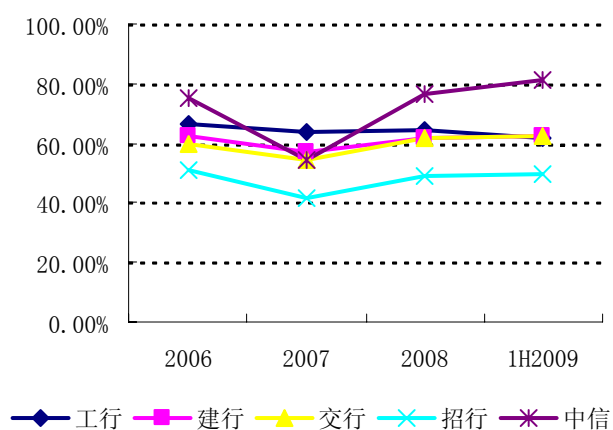
个人存款业务成本高企，主要原因同样是期限结构。工行个人存款中，定期存款占比在 60%以上，这一比重高于行业水平。其中，招行个人定期存款比重最低，相应其个人存款成本明显低于其它银行。

图 3. 个人存款成本高于同业



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

图 4. 个人存款中定期比重较大



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

3、资金业务收益水平难言亮点

资金业务主要由债券投资和同业投资两部分组成。

3.1 债券投资收益率存在劣势

债券投资收益率明显低于同业水平。公司债券投资收益低于建行 20-30 个基点，低于其它上市银行 50 个基点以上。

债券投资收益率水平低，主要由于公司持有大量重组类债券，占到整个债券投资的三分之一。09 年中期，公司持有华融债 3130 亿元（置换公司不良贷款资产），固定年利率 2.25%；公司另外持有 4300 亿不可转让央行专项票据，固定年利率 1.89%。此类债券为固定利率债券，收益率较低，拉低了整体债券投资收益水平。

表 3：债券投资收益明显低于同业水平

	债券投资收益率				
	20071H	2007A	20081H	2008A	20091H
工商银行	2.91%	3.06%	3.30%	3.34%	3.12%
建设银行	3.16%	3.29%	3.60%	3.64%	3.28%
中国银行	3.79%	3.87%	3.65%	3.63%	2.72%
交通银行	3.23%	3.26%	3.89%	3.95%	3.57%
招商银行	3.25%	3.34%	3.87%	3.91%	3.51%
中信银行	3.23%	3.38%	3.69%	3.74%	3.30%
民生银行	3.20%	3.40%	3.92%	3.89%	3.73%
算术平均	3.25%	3.37%	3.70%	3.73%	3.32%

数据来源：公司资料、国元证券研究中心

3.2 同业收益率波动性较大

工行作为主要的同业资金拆出方（主要是同业存放、拆出和质押式回购），同业收益率随着货币政策的变动，波动性较大。

- 同业收益率在货币紧缩阶段（2007-2008 上半年），高于行业平均水平；2007 年全年处于利率加速期，一年期贷款基准利率从 6.12%，提高到 7.47%。工行的同业收益率高出行业平均水平近 40 个基点。08 年上半年，处于货币政策紧缩的后期，工行的同业收益率优势明显收窄，仅比行业平均水平高 4 个基点。
- 在货币宽松阶段（2008 下半年至今），低于行业平均水平。08 年 3 季度开始，利率加速下降，一年期贷款基准利率从最高点 7.47%骤降至 5.31%，M2 增速也由 16%提高到 29%。在流动性极度充裕的背景下，工行同业收益率快速下降，08 年低于行业平均 28 个基点，09 年上半年低于行业平均 49 个基点。

表 4：同业收益率水平优于建行，但落后于中行和交行

	同业收益率				
	20071H	2007A	20081H	2008A	20091H
工商银行	3.83%	4.18%	3.87%	3.23%	0.98%
建设银行	3.11%	3.50%	3.35%	3.14%	1.05%
中国银行	4.23%	4.40%	3.72%	3.48%	1.69%
交通银行	4.27%	3.49%	4.36%	3.59%	1.88%
招商银行	2.94%	3.85%	3.76%	3.32%	1.56%
中信银行	3.07%	3.55%	3.34%	3.26%	1.28%
民生银行	2.27%	3.51%	4.41%	4.54%	1.83%
算术平均	3.39%	3.78%	3.83%	3.51%	1.47%

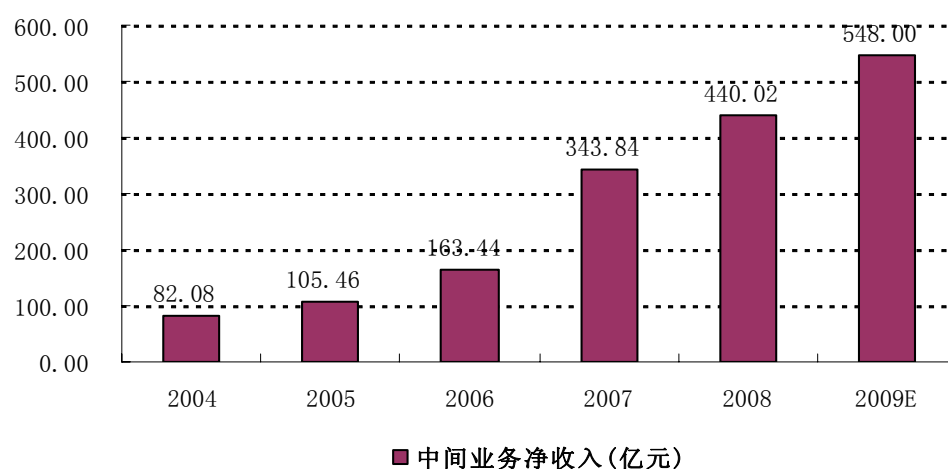
数据来源：公司资料、国元证券研究中心

4、中间业务快速增长

中间业务收入高速增长，2004年-2009年年均复合增长率高达46%。工行04年中间业务净收入仅为82亿元，预计09年全年将达到548亿。以此测算，2004年-2009年，工行中间业务年均复合增长率达到46%。

工行依靠其广泛的网点分布，先进的电子网络，以及长期积累的客户资源和良好声誉，不管在结算、托管、银行卡等传统中间业务，还是投行、理财等新型中间业务上均优势明显。09年1-3季度，14家上市银行合计实现中间业务净收入1385亿元，工行实现中间业务净收入410亿元，市场份额接近30%。

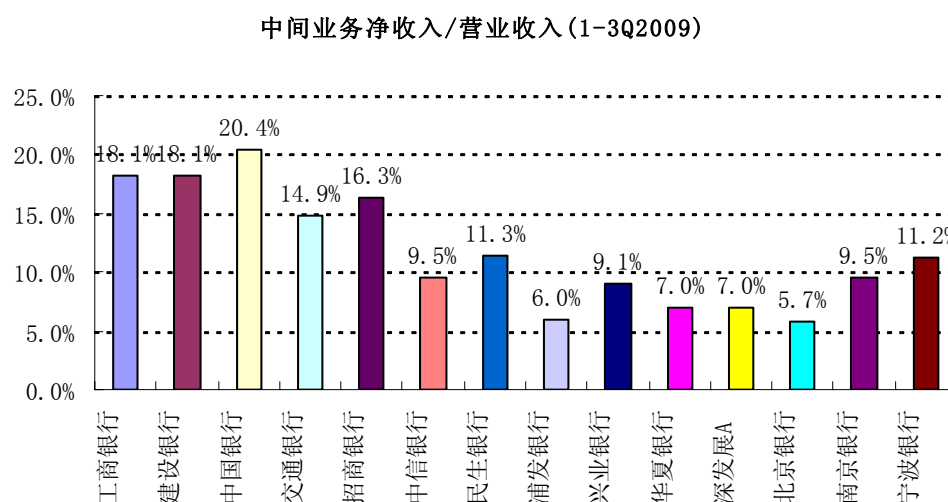
图5. 中间业务净收入年均复合增长率达到46%



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

由于工行中间业务优势带来的高速增长，中间业务收入在其整体收入结构中也占据更重要的地位。按照09年3季度公布的数据，工行中间业务净收入占营业收入的比重为18.1%，在14家上市银行中，仅略低于中国银行，与建行持平，高于其它上市银行。

图6 工行中间业务在整体收入中占据更重要的地位

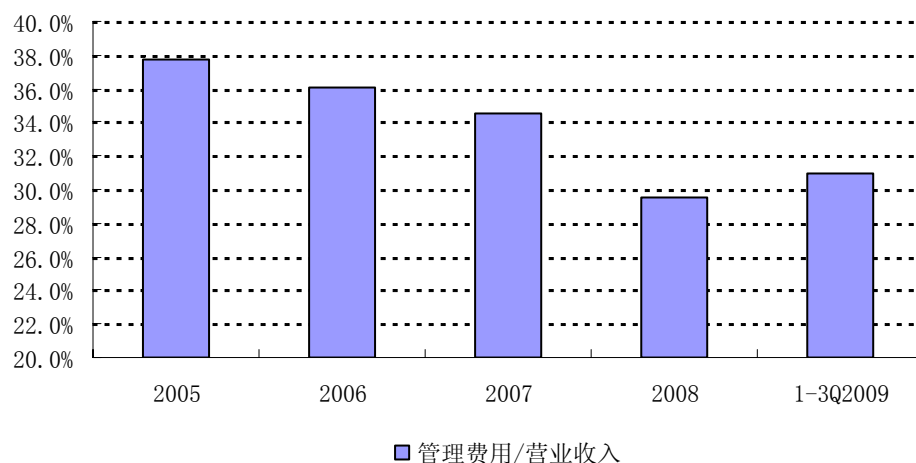


数据来源：公司资料、国元证券研究中心

5、管理费用率稳步下降

通过分支机构的精简和结构优化,同时凭借 IT 系统优势,公司的经营效率大幅提高,在营业收入高速增长的同时,合理控制了管理费用的增长水平,管理费用率逐年下降,由上市前的 38%,下降到目前的 30%左右。

图 7. 管理费用率由上市前的 38%下降到目前的 30%左右



数据来源: 公司资料、国元证券研究中心

横向比较来看,工行的管理费用率低于国有商业银行平均水平,也低于上市银行整体平均水平。

表 5 工行管理费用率优于同业

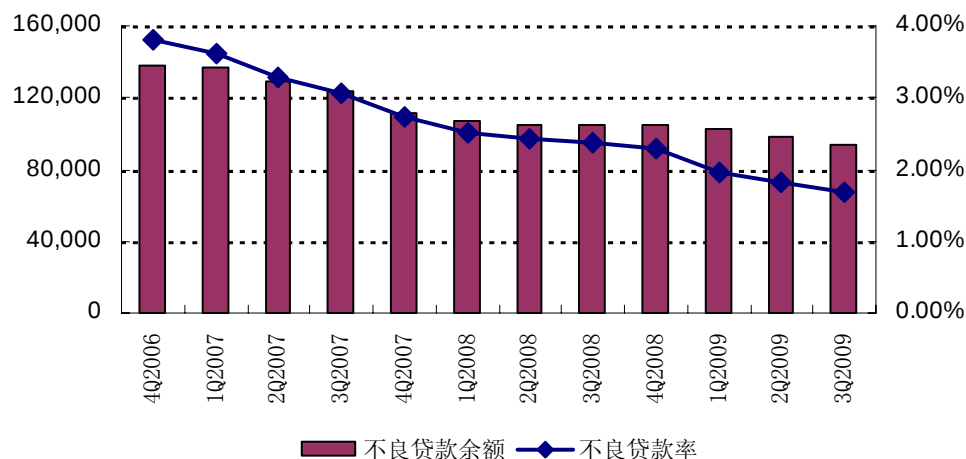
管理费用/营业收入	2005	2006	2007	2008	1-3Q2009
工商银行	37.7%	36.0%	34.5%	29.5%	30.9%
建设银行	39.3%	38.0%	35.9%	30.7%	29.3%
中国银行	39.3%	36.9%	46.6%	31.5%	32.0%
交通银行	36.7%	36.0%	32.4%	31.3%	29.3%
国有商业银行	38.5%	36.8%	37.8%	30.6%	30.6%
招商银行	41.2%	37.9%	35.0%	36.8%	43.0%
中信银行	44.4%	44.2%	34.9%	33.0%	31.1%
民生银行	46.7%	47.7%	46.3%	42.6%	38.4%
浦发银行	39.5%	40.4%	36.9%	36.7%	32.3%
兴业银行	39.9%	38.6%	36.3%	34.8%	34.6%
华夏银行	45.7%	42.7%	40.4%	41.4%	43.6%
深发展 A	47.6%	45.6%	38.9%	36.0%	40.0%
股份制商业银行	43.0%	41.9%	37.9%	37.0%	37.3%
北京银行	30.7%	27.4%	25.0%	23.4%	22.8%
南京银行	37.7%	35.2%	30.2%	25.4%	28.0%
宁波银行	37.9%	37.6%	36.5%	40.2%	40.4%
城市商业银行	33.3%	30.5%	28.1%	26.8%	27.3%
上市银行	39.1%	37.6%	37.7%	31.8%	31.9%

数据来源: 公司资料、国元证券研究中心

6、贷款质量持续改善

随着不良贷款余额逐季下降和贷款总余额基数的不断上升，不良贷款率由 06 年的 3.79%，快速降至目前的 1.68%。

图 8. 不良贷款余额较 06 年减少 440 亿，不良贷款率下降 2.11 个百分点



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

其中，对公贷款不良贷款余额从 2006 年底的 1271 亿，减少到 2009 年 2 季度 866 亿；不良贷款率也从 5.02% 降至 2.27%。

对公贷款资产质量的上升，很大程度依赖于贷款行业结构的调整。对于制造业、零售批发、房地产等高风险行业，降低了其贷款比重或维持其比重；而对于交通、电力、水利等具有公共事业性质的低风险行业，明显加大了其贷款比重。如：制造业占公司贷款的比重，由 06 年的 26.6%，降至 09 年中期的 21%，下降了 5.6 个百分点；与此形成对比的是水利、环境和公共设施行业的比重，由 06 年的 8.2%，提高到 09 年中期的 12.9%，上升了 4.7 个百分点。

表 6：对公贷款资产质量的上升 依赖于贷款行业结构的调整

	2006 年 12 月 31 日				2007 年 12 月 31 日			
	贷款余额	占比	不良余额	不良率	贷款余额	占比	不良余额	不良率
公司贷款	2,530,732	100.0%	127,115	5.02%	2,914,993	100.0%	102,198	3.51%
制造业	672,589	26.6%	68,334	10.16%	738,121	25.3%	55,766	7.56%
交通及物流	525,048	20.7%	6,687	1.27%	602,103	20.7%	6,320	1.05%
发电和供电	343,038	13.6%	6,433	1.88%	404,873	13.9%	5,344	1.32%
水利、环境和公共设施	206,781	8.2%	1,142	0.55%	230,156	7.9%	1,118	0.49%
房地产业	230,064	9.1%	9,982	4.34%	303,984	10.4%	8,559	2.82%
租赁和商务服务业	107,994	4.3%	2,247	2.08%	159,877	5.5%	1,349	0.84%
零售、批发和餐饮	147,148	5.8%	23,085	15.69%	186,988	6.4%	15,949	8.53%
科教文卫	72,281	2.9%	2,212	3.06%	69,742	2.4%	1,876	2.69%
建筑业	49,957	2.0%	1,508	3.02%	52,639	1.8%	1,351	2.57%
其他	175,832	6.9%	5,485	3.12%	166,510	5.7%	4,566	2.74%
2008 年 12 月 31 日					2009 年 6 月 30 日			

	贷款余额	占比	不良余额	不良率	贷款余额	占比	不良余额	不良率
公司贷款	3,232,102	100.0%	93,747	2.90%	3,811,537	100.0%	86,627	2.27%
制造业	758,764	23.5%	44,974	5.93%	801,295	21.0%	40,896	5.10%
交通及物流	690,809	21.4%	9,480	1.37%	781,668	20.5%	8,981	1.15%
发电和供电	501,411	15.5%	7,672	1.53%	528,318	13.9%	7,326	1.39%
水利、环境和公共设施	275,469	8.5%	1,781	0.65%	493,483	12.9%	542	0.11%
房地产业	343,895	10.6%	7,600	2.21%	395,560	10.4%	7,707	1.95%
租赁和商务服务业	188,120	5.8%	1,887	1.00%	268,020	7.0%	1,708	0.64%
零售、批发和餐饮	188,831	5.8%	13,720	7.27%	219,670	5.8%	13,578	6.18%
科教文卫	70,148	2.2%	1,963	2.80%	72,175	1.9%	1,623	2.25%
建筑业	61,006	1.9%	1,574	2.58%	65,078	1.7%	1,488	2.29%
其他	153,649	4.8%	3,096	2.01%	186,270	4.9%	2,778	1.49%

数据来源：公司资料、国元证券研究中心

另外，个人贷款以住房按揭贷款为主（个人按揭贷款占到个人贷款总额的 72%），不良率维持在 1.1% 左右，远低于对公贷款的不良率。个人贷款占总贷款的比重从 15.9% 提高到 17.8%，也对整体不良率的下降产生积极影响。

表 7：个人贷款占比上升有利于整体不良率的下降

个人贷款	2006	2007	2008	1H2009
贷款余额	576,109	752,113	829,342	967,906
不良余额	9,298	8,610	9,593	10,780
不良率	1.61%	1.14%	1.16%	1.11%

	2008		1H2009	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)
个人住房贷款	597,374	72	698,842	72.2
个人消费贷款	101,145	12.2	123,945	12.8
个人经营性贷款	113,726	13.7	120,781	12.5
信用卡透支	17,097	2.1	24,338	2.5
合计	829,342	100	967,906	100

数据来源：公司资料、国元证券研究中心

横向对比来看，工行的不良率水平高于同业。

- 由于历史原因，大银行的不良贷款率基数高于中小银行，09 年 3 季度，大银行的不良贷款率水平高出中小银行 0.5 个百分点。
- 大银行对比来看，工行不良贷款率最高，高出不良贷款率最低的交行 0.24 个百分点。

表 8：工行的整体不良贷款率高于同业

	工行	建行	中行	交行	招行	中信	浦发
2006	3.79%	3.29%	4.04%	2.53%	2.12%	2.50%	1.83%
2007	2.74%	2.60%	3.12%	2.06%	1.54%	1.48%	1.46%
2008	2.29%	2.21%	2.65%	1.92%	1.11%	1.36%	1.21%
3Q2009	1.68%	1.57%	1.60%	1.44%	0.80%	0.96%	0.93%

	民生	兴业	华夏	深发展	北京	南京	宁波
2006	1.25%	1.53%	2.73%	7.98%	3.58%	2.47%	0.33%

2007	1.22%	1.15%	2.25%	5.62%	2.06%	1.79%	0.36%
2008	1.20%	0.83%	1.82%	0.68%	1.55%	1.64%	0.92%
3Q2009	0.82%	0.61%	N.A.	0.65%	1.01%	N.A.	0.76%

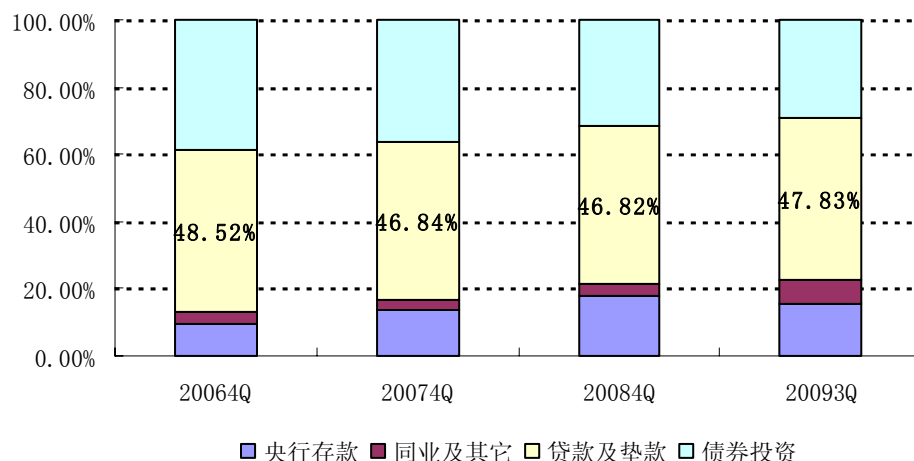
数据来源：公司资料、国元证券研究中心

虽然工行的不良贷款率高于同业，但我们认为，工行通过贷款行业结构调整，带来贷款质量内在的优化，这种结构性的优化具有较强的抵御风险的能力。

7、低资本消耗的盈利模式

工行贷款占生息资产的比重在上市银行中最低，长期稳定在 47%-48% 左右，工行将超过一半的生息资产配置在了债券投资，同业拆借等低资本消耗的投资标的上。

图 9. 贷款占生息资产的比重在上市银行中最低



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

工行低资本消耗业务，对业绩的贡献远高于同业。工行存贷款息差收入仅占营业收入的 41.18%，低资本消耗业务收入占营业收入的比重高达 58.82%，在上市银行中最高。

表 9：存贷款息差收入占营业收入的比重最低

3Q2009	工行	建行	中行	交行	招行	中信	浦发
存贷款息差收入	61,097	62,199	47,557	20,875	14,298	11,367	12,797
营业收入	148,352	130,862	107,856	36,813	24,673	17,104	16,677
存贷款息差收入比重	41.18%	47.53%	44.09%	56.71%	57.95%	66.46%	76.73%
3Q2009	民生	兴业	华夏	深发展	北京	南京	宁波
存贷款息差收入	11,335	9,661	5,320	6,165	3,442	738	1,102
营业收入	21,248	13,923	7,742	11,114	5,591	1,742	1,850
存贷款息差收入比重	53.35%	69.39%	68.71%	55.47%	61.56%	42.39%	59.57%

数据来源：公司资料、国元证券研究中心

低资本消耗的盈利模式带来的直接好处是，工行的资本消耗速度远低于同业。06 年底公司核心资本充足率为 12.23%，至 09 年 3 季度，在未经过股权融资补充的情况下，核心资本充足率依然达到 9.86%，仅下降 2.37 个百分点，远高于监管标准，完全能够支持未来三年的业务发展要求。

低资本消耗的盈利模式带来的另一个好处是，风险加权资产回报率水平优势明显。08 年和 09 年中期，工行的风险加权资产回报率分别高达 2.34% 和 2.42%，居 14 家上市银行首位，高出建行 0.13 个百分点和 0.14 个百分点。大银行和城商行风险加权资产回报率水平较好，而股份制商业银行除招行和兴业外，普遍较低。

表 10：风险加权资产回报率优势明显

风险加权资产回报率	20071231	20080630	20081231	20090630
工商银行	1.86%	2.84%	2.34%	2.42%
建设银行	1.88%	2.89%	2.21%	2.28%
中国银行	1.65%	2.26%	1.64%	1.74%
交通银行	1.78%	2.68%	2.07%	1.95%
招商银行	2.10%	3.27%	2.28%	1.50%
中信银行	1.33%	2.34%	1.78%	1.49%
民生银行	1.15%	1.89%	1.05%	1.52%
浦发银行	0.96%	1.79%	1.63%	1.41%
兴业银行	2.11%	2.67%	2.23%	1.79%
华夏银行	0.72%	1.20%	0.87%	0.81%
深发展 A	1.20%	1.62%	0.22%	1.37%
北京银行	2.12%	3.34%	2.88%	2.41%
南京银行	2.63%	3.83%	2.95%	2.12%
宁波银行	2.37%	2.80%	2.31%	1.87%

数据来源：公司资料、国元证券研究中心

自今年下半年以来，银监会出台一系列“资本新规”，不仅从资本充足率的量上，也从资本构成的质上，提出了更高的监管要求。低资本消耗的盈利模式，也许将成为银行业未来所倡导的发展方式，而工行无疑具有“先发”优势。

8、盈利预测、估值与投资建议

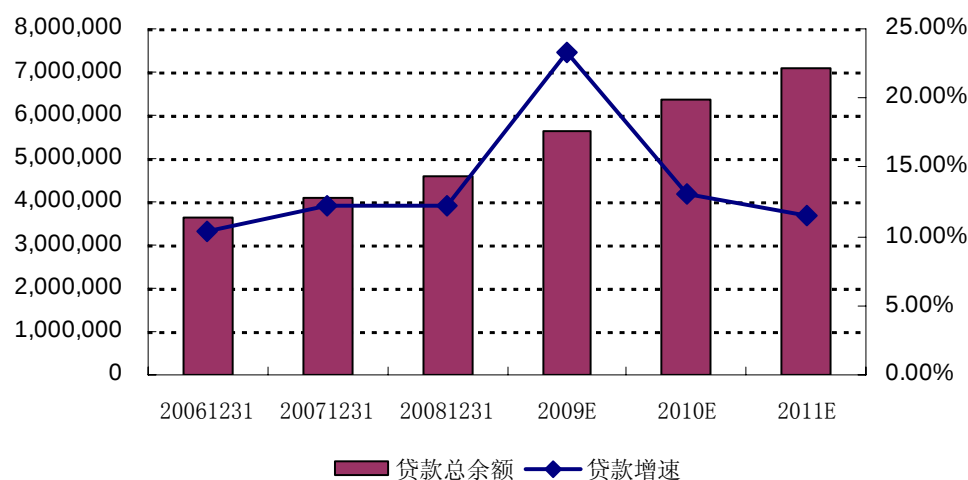
8.1 预计 09-11 年净利润年均复合增长率 20%

■ 贷款增速趋缓，回归至 12%左右的“正常水平”

目前工行贷存比仅在 57%左右，核心资本充足率高达 9.9%，不存在由于监管指标的限制，被动控制贷款的可能，因此工行未来两年至少能保持 10.5% 左右正常的贷款份额。

09 年全年新增贷款将超过 1 万亿，贷款总余额同比增长 23%。10-11 年，在新增贷款总量下降的假设下（预计 10-11 年分别新增贷款 7 万亿），工行贷款总额增速分别为 13%和 11.5%，回归到 12%左右的正常水平。

图 10. 10-11 年贷款增速回归至 12%左右的“正常水平”

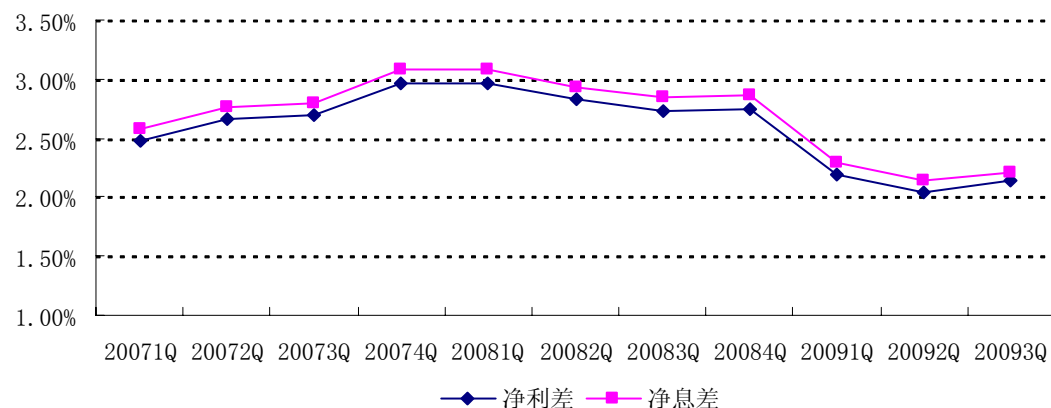


数据来源：公司资料、国元证券研究中心

■ 息差回升趋势确立，预计 10-11 年分别提高 9BP 和 18BP

随着 3 季度存款重定价的完成，货币市场利率的回升，以及资产负债结构的优化，3 季度息差达到 2.21%，较二季度提升 8 个基点，息差见底回升的趋势确立。

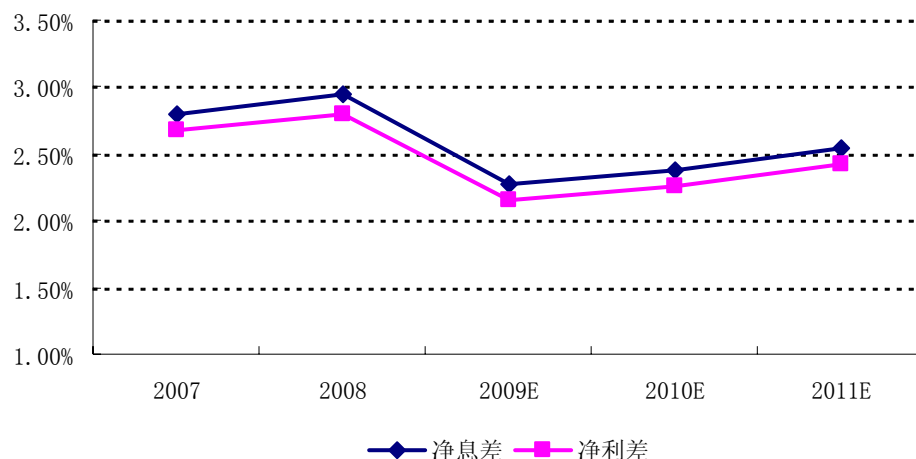
图 11. 息差见底回升的趋势确立



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

预计 09 年全年净息差将达到 2.28%。随着货币供应增速的下降和贷款增速的下降，同业和贷款收益率将在未来两年逐步提高，预计 10-11 年分别提升 9BP 和 18BP，达到 2.37%和 2.55%。

图 12. 预计 10-11 年分别提升 9BP 和 18BP



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

■ 信贷成本具有较大的不确定性

信贷成本取决于不良贷款率、核销率和拨备覆盖率目标，具有较大的不确定性。

1、预计 09 年不良贷款率降至 1.65%，10 年和 11 年分别小幅上升 0.05 个百分点和 0.1 个百分点，达到 1.70 和 1.80%。需要指出的是，这仅仅是出于保守起见的一般性假设，目前没有任何证据表明工行的不良贷款率会提高。事实上，我们前面提到，工行通过贷款行业结构调整，带来了贷款质量内在的优化，这种结构性的优化具有较强的抵御风险的能力。如果贷款质量好于预期，则工行未来两年业绩存在超预期的概率较大。

2、预计 09 年拨备覆盖率将达到 157%，并假设 10 年和 11 年拨备覆盖率维持在 150% 左右。我们认为，由于大行的资产质量较为稳定，150% 的拨备已经是属于“超额拨备”，无进一步大幅提高拨备覆盖率的必要。而且，大行对于信贷成本的业绩弹性较低，通过高拨备来调节业绩的必要性也不存在。

预计 09 年的信贷成本为 0.39%。由于假设 09-11 年的不良贷款率会小幅上升，因此信贷成本较 09 年提高 0.14 个百分点，分别为 0.53%和 0.53%。

图 13. 预计 10-11 年分别提升 9BP 和 18BP



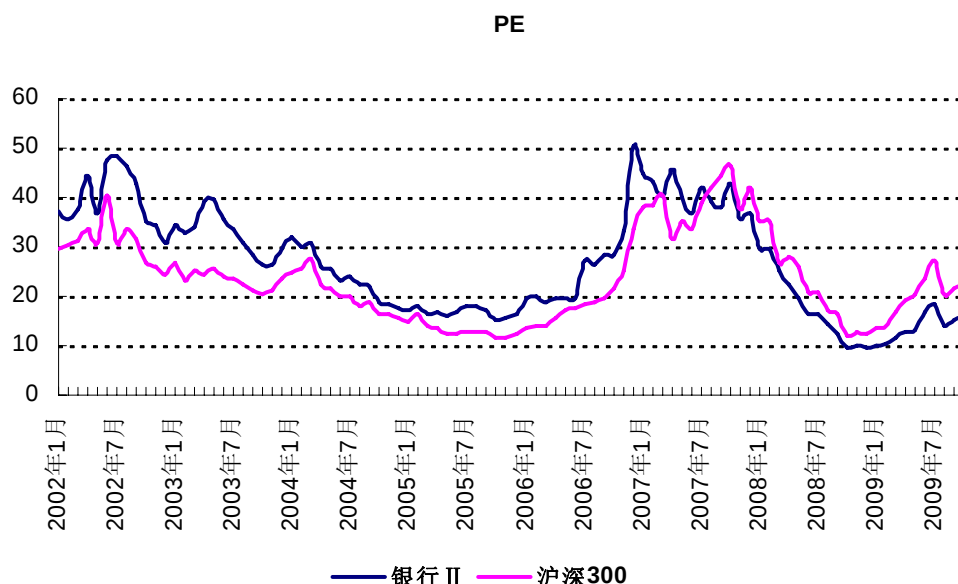
数据来源：公司资料、国元证券研究中心

预计 09-11 年实现净利润分别为 1305 亿、1545 亿和 1952 亿，年均复合增长率接近 20%，每股收益为 0.39 元、0.46 元和 0.58 元(盈利预测详细情况见附表一)。

8.2 银行业整体估值有进一步修复的需要

07 年 4 季度到 08 年 4 季度，沪深 300 指数由最高点的 5891 点，跌至 1606 点。大盘和银行业估值水平双双大幅下降，但银行业的估值水平下降幅度大于大盘指数。出于强烈降息预期下对业绩的担忧，银行业估值水平首次长时间处于大盘之下。事实上，上市银行 08 年整体实现了 30% 的增长，而 09 年也将有 10% 以上的增长，远好于绝大多数行业。

图 14. 银行业估值水平自 07 年 4 季度以来长期低于大盘



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

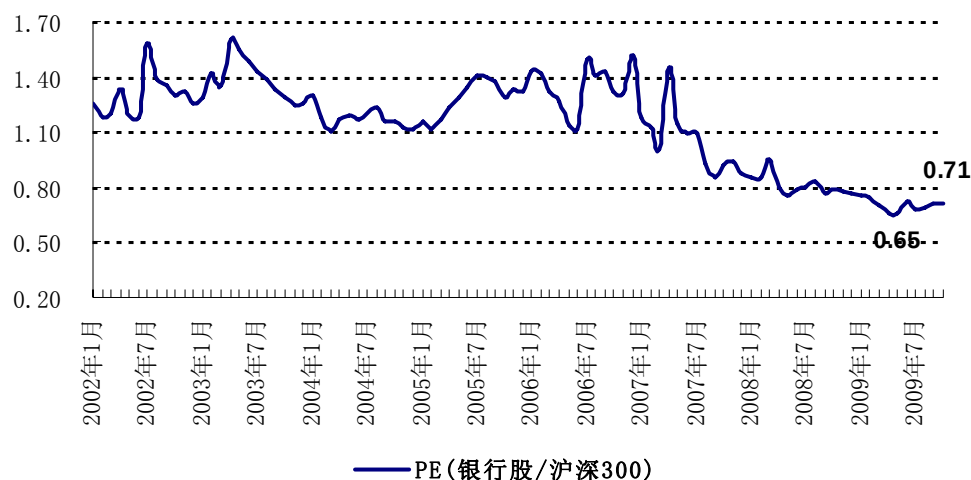
08 年 4 季度至今，大盘反弹以来，大盘估值水平逐渐修复，但银行业的估值水平的提升速度也明显落后于大盘，这或许主要是因为银行业上半年天量放贷，市场对未来银

行业资产质量的担心。我们对未来资产质量的问题观点如下：

- 从 09 年 3 季报公布的数据来看，银行业的不良贷款情况好于预期。
- 如果说 09 年上半年的新增贷款，不良情况按照惯例需要延迟 2 年再暴露出来的话，在我们的模型中，已经对未来两年银行业的不良贷款作了适当的增量假设，在此情况下，测算出银行业的业绩依然能保持 20% 增长。
- 根据我们测算，09 年底大银行拨备覆盖率将超过 150%，中小银行拨备覆盖率将接近 200%。如此高的拨备水平，能很大程度上降低不良贷款对业绩的干扰。

目前银行业估值仅是大盘估值水平 0.71，在没有明确证据表明银行业的资产质量将严重恶化的情况下，银行业估值水平有进一步修复的需要。

图 15. 目前银行业估值水平相对大盘有大幅折价



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

8.3 给予工行长期“推荐”的投资评级

按照我们之前对工行的盈利预测，目前股价对应 10 年、11 年的动态 PE 仅为 11.33 倍和 8.96 倍，处于上市银行中较低的水平。除了业绩与估值因素外，工行的优势还包括：

- 工行通过贷款行业结构调整，带来贷款质量内在的优化，资产质量的稳定性好于同业。
- 风险加权资产收益率为上市银行中最高。
- 10 年、11 年股息收益率超过 5%。
- 工行 A/H 股比价仅为 0.9，A 股较 H 股有 10% 的折价。

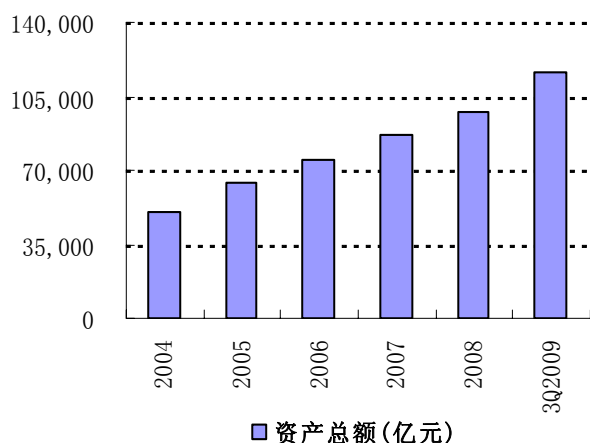
综合以上因素，给予工商银行长期“推荐”的投资评级。

附表 1：工行盈利预测及主要指标

主要指标(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	收入结构	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	309,758	300,224	366,882	447,196	营业收入	99.9%	100.0%	100.0%	100.0%
净利润	110,766	130,453	154,494	195,236	利息净收入/营业收入	84.9%	80.9%	80.6%	80.2%
净利润增长	36.32%	17.77%	18.43%	26.37%	佣金净收入/营业收入	14.2%	18.3%	18.7%	19.2%
EPS(元)	0.33	0.39	0.46	0.58	投资收益/营业收入	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%
BVPS(元)	1.81	2.04	2.31	2.66	营业费用/营业收入	35.6%	37.0%	35.8%	34.5%
ROE	19.40%	20.29%	21.25%	23.50%	营业税/营业收入	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%
ROA	1.20%	1.21%	1.22%	1.37%	管理费用/营业收入	29.5%	30.8%	29.6%	28.3%
P/E	15.80	13.42	11.33	8.96	拨备前利润/营业收入	64.4%	63.0%	64.2%	65.5%
P/B	2.90	2.56	2.27	1.97	净利润/营业收入	36.0%	43.5%	42.1%	43.7%
股息派发率	49.76%	50.00%	50.00%	50.00%	业绩主要驱动因素	2008	2009E	2010E	2011E
股息收益率	3.15%	3.73%	4.41%	5.58%	平均生息资产增长率	11.10%	19.54%	16.77%	13.02%
利润表摘要(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	平均付息负债增长率	11.12%	18.88%	17.14%	12.25%
营业收入	309,758	300,224	366,882	447,196	净息差	2.95%	2.28%	2.37%	2.55%
利息净收入	263,037	242,933	295,750	358,785	净利差	2.80%	2.16%	2.26%	2.42%
手续费净收入	44,002	54,885	68,607	85,758	生息资产生息率	4.94%	3.79%	3.94%	4.15%
其它业务收入	2,291	2,406	2,526	2,652	贷款生息率	7.07%	5.37%	5.53%	5.79%
营业支出	165,799	133,127	166,392	193,795	债券投资收益率	3.34%	3.00%	3.00%	3.20%
营业税金及附加	18,765	18,614	22,747	27,726	付息负债付息率	2.14%	1.64%	1.69%	1.74%
管理费用	91,506	92,595	108,591	126,704	存款付息率	2.17%	1.65%	1.70%	1.75%
资产减值损失	55,528	21,917	35,054	39,365	信贷成本	0.84%	0.39%	0.53%	0.53%
贷款减值损失	36,512	19,726	31,549	35,428	成长性指标(%)	2008	2009E	2010E	2011E
其它	19,016	2,192	3,505	3,936	总资产	12.36%	21.75%	12.60%	13.47%
营业利润	143,959	167,098	200,490	253,401	贷款余额	12.24%	23.27%	13.04%	11.54%
营业外收支	1,770	150	151	152	总负债	12.41%	22.37%	12.57%	13.36%
利润总额	145,729	167,248	200,641	253,553	存款余额	19.21%	20.24%	13.04%	11.54%
减：所得税	34,150	36,795	46,148	58,317	净利息收入	17.18%	-7.64%	21.74%	21.31%
净利润	111,579	130,453	154,494	195,236	非利息收入	63.76%	23.76%	24.16%	24.29%
减：少数股东损益	813	0	0	0	营业收入	21.88%	-3.08%	22.20%	21.89%
归属母公司净利润	110,766	130,453	154,494	195,236	营业费用	7.96%	0.85%	18.10%	17.58%
资产负债表摘要(百万)	2008	2009E	2010E	2011E	拨备前利润	31.23%	-5.25%	24.62%	24.29%
总资产	9,757,654	11,879,811	13,376,486	15,178,773	税前利润	24.68%	15.10%	19.97%	26.37%
贷款及垫款	4,436,011	5,489,995	6,203,927	6,914,953	净利润	33.25%	17.37%	18.43%	26.37%
央行存款	1,693,024	1,730,349	1,900,121	2,119,332	资产质量指标(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
债券投资	3,014,689	3,559,575	4,023,786	4,737,329	贷款总余额	4,571,994	5,635,994	6,370,994	7,105,994
同业存放及其它	331,856	791,017	894,175	997,332	正常(%)	92.51%	94.85%	94.80%	94.70%
非生息资产	282,074	308,875	354,477	409,827	关注(%)	5.20%	3.50%	3.50%	3.50%
总负债	9,150,516	11,197,333	12,604,740	14,289,039	次级(%)	0.82%	0.70%	0.72%	0.75%
客户存款	8,223,446	9,887,709	11,177,182	12,466,656	可疑(%)	1.22%	0.80%	0.83%	0.90%
同业拆入及其它	650,902	891,017	1,044,175	1,147,332	损失(%)	0.24%	0.15%	0.15%	0.15%
应付债券	35,726	75,726	75,726	75,726	不良贷款余额	104,482	92,994	108,307	127,908
非付息负债	240,442	342,881	307,657	599,324	不良贷款率	2.29%	1.65%	1.70%	1.80%
股东权益	607,138	682,478	771,746	889,734	贷款减值准备余额	135,983	145,999	167,067	191,041
资产结构	2008	2009E	2010E	2011E	拨备覆盖率	130.15%	157.00%	154.25%	149.36%
资本充足率	12.09%	12.65%	12.67%	12.80%	不良贷款形成率	0.12%	-0.11%	0.41%	0.45%
核心资本充足率	9.97%	10.09%	10.25%	10.52%	贷款减值准备/贷款总余额	2.97%	2.59%	2.62%	2.69%
股东权益/总资产	6.22%	5.74%	5.77%	5.86%	其它	2008	2009E	2010E	2011E
加权风险资产/总资产	56.31%	52.00%	52.00%	52.00%	分支机构总数	16,386	16,286	16,186	16,086
生息资产/总资产	97.11%	97.40%	97.35%	97.30%	员工总人数	385,609	387,607	396,557	402,150
贷款/总资产	45.46%	46.21%	46.38%	45.56%	员工人数/分支机构	24	24	25	25
债券投资/总资产	30.90%	29.96%	30.08%	31.21%	员工费用/人(万)	13.81	13.12	15.09	17.35
央行存款/总资产	17.35%	14.57%	14.20%	13.96%	业务费用/分支机构(万)	176	193	232	278
同业存款/总资产	3.40%	6.66%	6.68%	6.57%	总股本	334,019	334,019	334,019	334,019
贷存比	55.60%	57.00%	57.00%	57.00%	次级债融资		40,000		

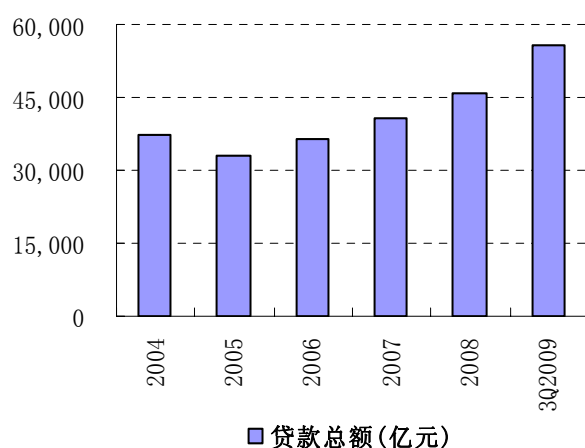
数据来源：公司资料、国元证券研究中心

附图 1. 资产达到 11.67 万亿，年均复合增长 18.8%



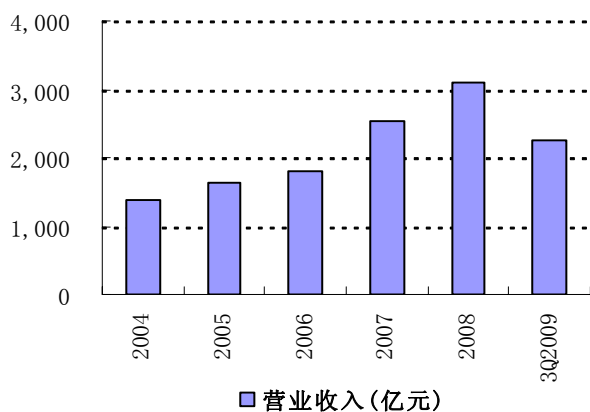
数据来源：公司资料、国元证券研究中心

附图 2. 贷款总余额 5.58 万亿，居银行业之首



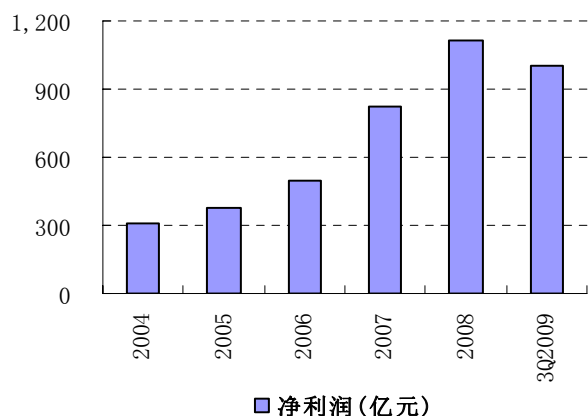
数据来源：公司资料、国元证券研究中心

附图 3. 营业收入稳定增长，09 年前三季度达 2266 亿



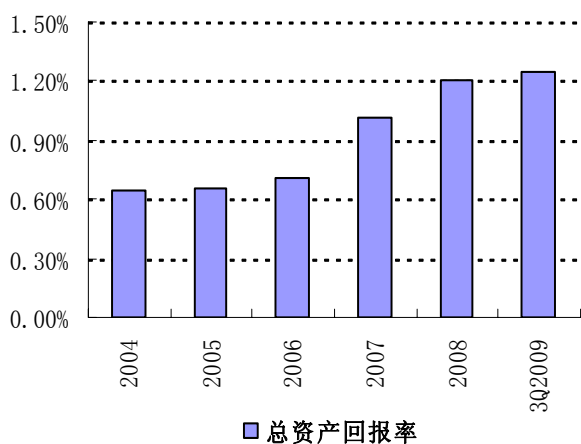
数据来源：公司资料、国元证券研究中心

附图 4. 09 年净利润将超过 1300 亿，年均复合增长 33%%



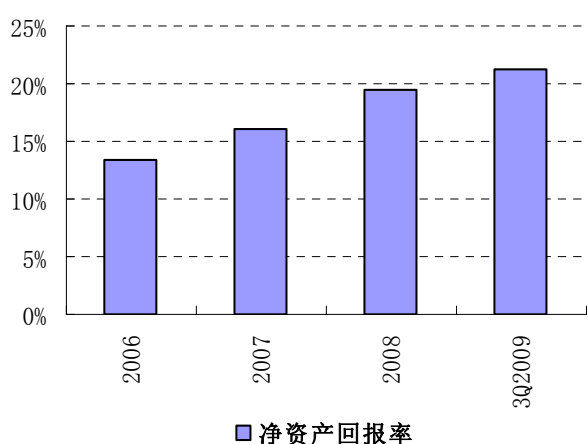
数据来源：公司资料、国元证券研究中心

附图 5. 总资产回报率 1.25%，居上市银行前列



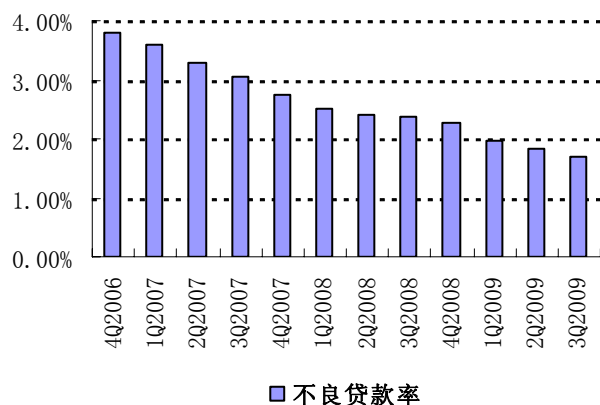
数据来源：公司资料、国元证券研究中心

附图 6. 净资产回报率超过 20%，逐年提升



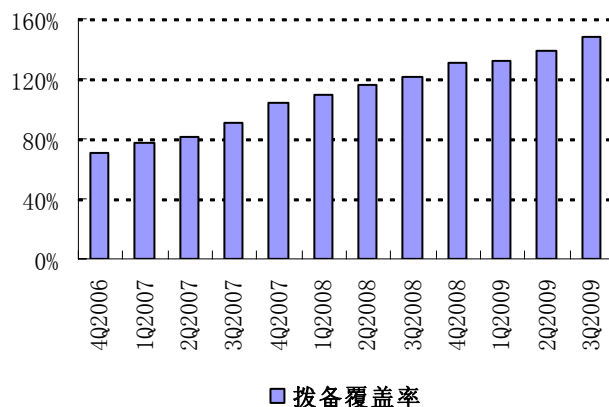
数据来源：公司资料、国元证券研究中心

附图 7. 不良贷款率快速下降，降至 1.68%



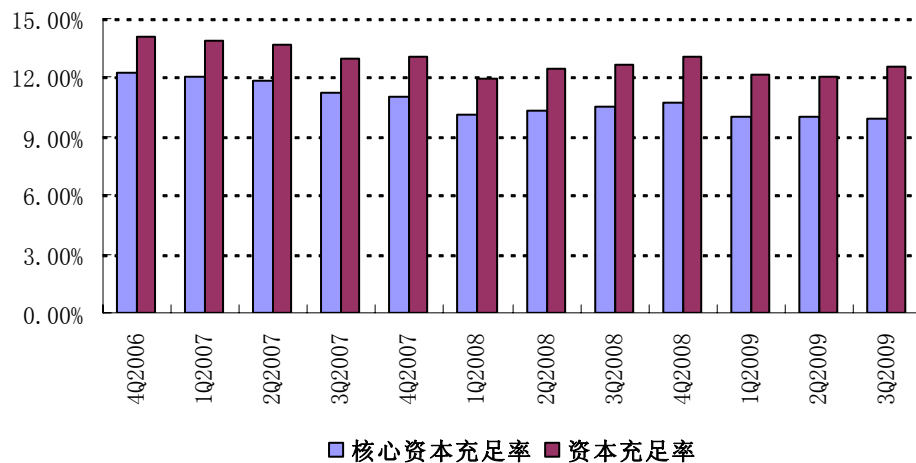
数据来源：公司资料、国元证券研究中心

附图 8. 拨备覆盖率逐年提升，达到 148%



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

附图 9. 资本充足率、核心资本充足率分别为 12.6%和 9.86%，远高于监管要求



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn