

银行 II

2010 年 1 月 26 日

工商银行(601398) 当前股价: 4.99 目标价: 5.62

零售业务存在广阔空间

投资要点:

工行认为个人金融业务的最大优势是集团优势,具体表现为如下六点:一是规模优势,表现为个人客户数、电子银行渠道、交易规模最大;二是产品优势,银行拥有丰富的产品线,存贷款、结算、理财业务均在市场占主导地位,各类业务不断创新;三是渠道优势;四是品牌优势;五是科技优势;六是团队优势。

近几年银行加大了产品的拓展,其个人金融重点业务主要体现为个人贷款业务及个人理财业务两大方面;公司对个人金融业务发展的战略要求体现在规模、产品创新、市场反应速度、品牌认知度与客户满意度等五个方面。

由于网点优势,工行的信用卡业务具有较大优势。工行的信用卡业务已有 20 年的发展历程,目前发卡规模达 5200 万张(规模位列国际银行业第二梯队前端)、占国内 1/3 的市场份额;国际来看,工行发卡量位居 JP Morgan、花旗、美国银行、Discovery、美国运通和第一资本之后,列全球第七位。

公司估算目前每张信用卡的发卡成本约为 40 元左右,其中主要包括人工成本和制作成本。未来工行将依托其 5000 人规模的最大客服中心、1.6 万营业网点、2 亿个人客户的绝对优势不断挖掘已有和潜在客户的信贷消费潜能,变被动授信为针对各类目标群体的主动授信,在提升信用卡投资规模和收益能力的同时降低信用卡风险、提高客户投放的准确率。

工行希望未来 3 年发卡量达到 1 亿张,成为全球发卡大行、第一信用卡品牌,确立了未来实施规模化、精品化、全球化、专业化的发展战略;同时进一步加快业务结构、客户结构转型和信息系统建设。

我们认为工行经营风格稳健,零售业务存在广阔空间,预计工商银行 09 年实现净利润 1269.3 亿元,比上年增长 14.6%,折合每股收益 0.38 元;公司 09 年动态市盈率和动态市净率分别为 13.2 倍和 2.50 倍;目前公司估值合理,维持“推荐”评级。

研究员: 刘晓昶, 许国玉

电话: 025-84457777-933

E-mail: xiaochangliu@sina.com.cn

地址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

工商银行深度报告: 经营稳健、盈利能力突出的大型银行 2009 年 11 月 30 日

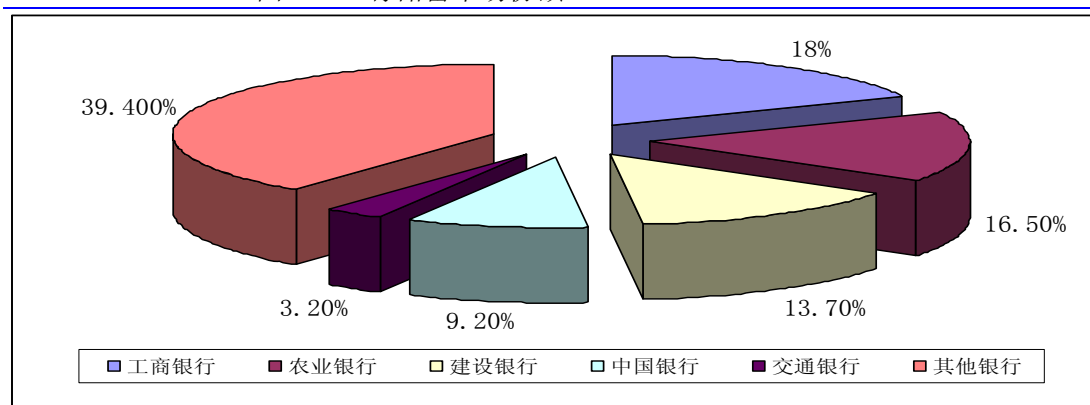
一、工行个人金融业务介绍

1、个人金融业务发展优势

工行认为个人金融业务的最大优势是集团优势，具体表现为如下六点：一是规模优势，表现为个人客户数、电子银行渠道、交易规模最大；二是产品优势，银行拥有丰富的产品线，存贷款、结算、理财业务均在市场占主导地位，且不断创新；三是渠道优势；四是品牌优势；五是科技优势；六是团队优势。

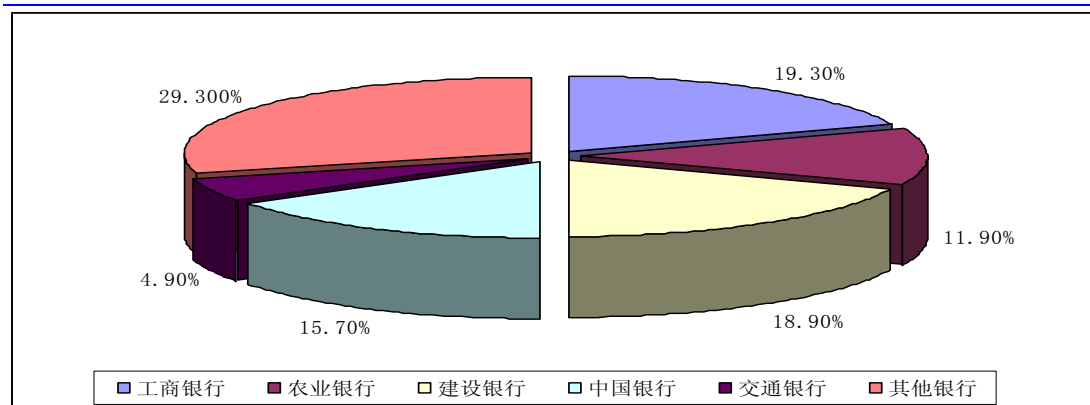
2009 年末工行个人客户总量超过2.1亿，管理的资产超过6.1万亿，拥有超过1.6万家营业网点，ATM总量超过3.4万台；银行卡累计消费额超过1.5万亿等。2009年6月末公司个人贷款和储蓄存款的市场份额分别为19.3%和18.0%，市场份额优势较为明显。工行的信息系统建设处于行业内领先地位，自主研发能力较强，如拥有目前功能强大的个人营销系统、建设零售客户的内部评级系统等等。

图1：工行储蓄市场份额（2009H）



资料来源：中国人民银行、华泰证券研究所

图2：个人贷款市场份额（2009H）



资料来源：中国人民银行、华泰证券研究所

2、个人金融重点业务

近几年银行加大了产品的拓展，其个人金融重点业务主要体现为个人贷款业务及个人理财业务两大方面：

公司个人贷款业务包含按揭、消费、经营性贷款，占比均在30%左右，领先于同业；2009 年工行个贷增量3500 亿（其中住房按揭增长2800亿），个人贷款存量已突破1万亿，预计占全行贷款余额占比22%，形成了较为完备的个人贷款业务产品链，综合收益率高于全行平均水平；2009年末个人贷款的不良率0.8%，管理层表示2010年将继续进行结构调整，更加注重发展高收益个人消费和经营贷款。

公司个人理财业务包括通过信托公司做集合计划、信托理财；作为代理商，代销基金50 余家，代理基金数超过500只，市场份额过半；与全国30 多家保险公司合作良好。理财类业务规模和收入同业领先，是工行零售业务发展的一大特色。

3、个人金融业务发展战略

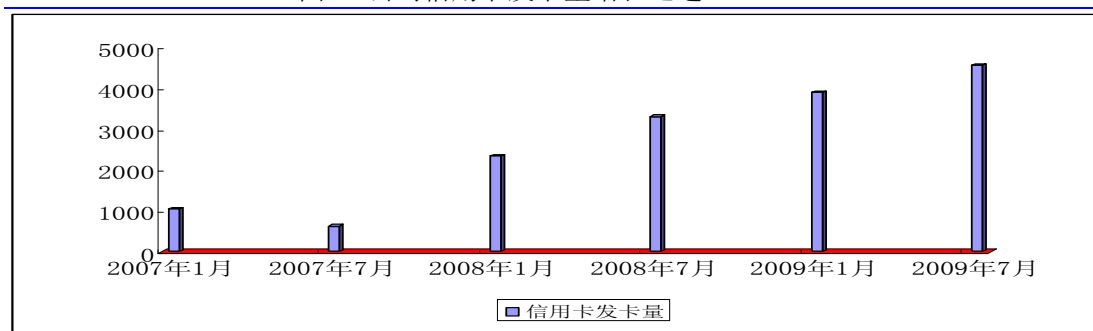
公司对个人金融业务发展的战略要求体现在规模、产品创新、市场反应速度、品牌认知度与客户满意度五方面。具体表现为：转变观念，创新经营，开辟新市场、新客户、新渠道；突出重点，强化基础：突出规模优势，突出资产业务，突出结算业务；协同营销，完善机制，激化活力：完善评价机制，完善寿险机制；优化服务，创建品牌，不断提高客户的满意度。

二、工银信用卡发展现状与战略安排

1、信用卡规模国内同业领先

由于网点优势，工行的信用卡业务具有较大优势。截至今年，工行的信用卡业务已有20年的发展历程，目前发卡规模达5200万张（规模位列国际银行业第二梯队前端）、占国内1/3 的市场份额；2009年末交易额提升至4490亿元，透支额由09年末的377亿进一步提升至2010年1月的近400亿。信用卡盈利状况良好，09年末收益达78亿，年均增速达35%。国际来看，工行发卡量位居JP Morgan、花旗、美国银行、Discovery、美国运通和第一资本之后，列全球第七位，其中全球前三名的发卡量达到8000万张以上。

图3：公司信用卡发卡量增长迅速



资料来源：WIND、华泰证券研究所

2、盈利模式

目前公司信用卡收入仍以中间业务为主，利息收入占比仍需要进一步提高。09年信用卡总收入78.4亿元，较08年增长30%以上。从收入结构看，2009年中间业务、利息收入和其他收入占比分别为67%、17%和16%。管理层表示国际上做的较好的银行信用卡透支占整个信贷资产的25%，由于国内客户具有较强的储蓄习惯、消费信贷占比很低，工行透支余额才400亿左右，未来希望向1000亿发展。而在回佣收入方面，国际通行标准回佣2%，高端消费场所3-3.5%，而国内行业平均费率低至0.3%-0.5%，与当前信用卡业务崛起、市场竞争过度有关。

相比部分发达国家人均5张信用卡的持有率，国内的信用卡业务具有广阔的市场空间（人均仅为0.13张），与此同时，规模的快速扩张也将进一步带动信用卡业务的成本收入比逐步下降。目前公司估算每张信用卡的发卡成本约为40元左右，其中主要包括人工成本和制作成本。未来工行将依托其5000人规模的最大客服中心、1.6万营业网点、2亿个人客户的绝对优势不断挖掘已有和潜在客户的信贷消费潜能，变被动授信为针对各类目标群体的主动授信，在提升信用卡投资规模和收益能力的同时降低信用卡风险、提高客户投放的准确率。

3、资产质量优于同业

2009 年底信用卡不良率1.54%，处于国内同业较低水平，管理层认为国内银行信用卡风险可控，希望未来在

收入可覆盖的情况下要将信用卡不良率提高至2%，同时管理层表示3%以下的不良率都可以忍受。银行目前30-180天的逾期占4%，事实上国内60天以下的逾期属于信用卡优质资产。国际标准180天以上就能核销，今后银行也将抓紧核销，在收益可覆盖的范围应该用国际法则快速核销。

4、信用卡发展规划

工行希望未来3 年发卡量达到1 亿张，成为全球发卡大行、第一信用卡品牌，确立了未来实施规模化、精品化、全球化、专业化的发展战略；同时表示进一步加快业务结构、客户结构转型和信息系统建设：（1）业务转型：实现单一支付结算向支付结算与消费信贷相结合的功能转型，个人卡向个人和商务相结合的产品转型，由磁条单转型为磁条+芯片复合的介质。目前工行拥有400 多万张芯片卡，即将推行网上发领信用卡，系统保障是这些业务快速发展的基础。（2）客户结构转型：继续加强高端客户的业务拓展。（3）信息系统建设：公司目前正在进行信用卡全流程改造，完成后将达到全球第四大发卡商Discovery的水平。

在实现规模效应的同时，工行坚持通过五种途径实现品牌最优：第一，转变观念、创新经营、不断开拓新市场和新客户；第二，突出重点、强化基础，突出工行在资产业务、结算业务和客户基础方面的强大支持能力；第三，协同营销、优化环境，从产品链、业务线等多方面充分共享、挖掘母行优势；第四，进一步完善考核评价、授权和服务机制，努力提高零售业务服务的服务效率、质量和持续性，增强客户满意度。

我们认为工行经营风格稳健，零售业务存在广阔空间，预计工商银行 09 年实现净利润 1269.3 亿元，比上年增长 14.6%，折合每股收益 0.38 元；公司 09 年动态市盈率和动态市净率分别为 13.2 倍和 2.50 倍；目前公司估值合理，维持“推荐”评级。

表 1：工行利润表预测

单位：百万

	2008 A	2009 E	2010E	2011 E
一、营业收入	309758	309070	376913	470681
利息净收入	263037	243849	291720	374188
利息收入	440574	414550	488867	605523
减：利息支出	177537	170701	197147	231335
手续费及佣金净收入	44002	55961	68254	79187
手续费及佣金收入	46711	59686	72769	91186
减：手续费及佣金支出	2709	3725	4515	11999
投资净收益	3348	10908	16928	17238
公允价值变动净收益	-71	-53	0	0
汇兑净收益	-851	-1068	-148	10
其他业务净收益	-135	-527	159	58
二、营业支出	166227	150471	182823	239210
营业税金及附加	18765	23150	31995	44648
管理费用	91506	104076	119973	153376
资产减值损失	55528	23245	30855	41186
三、营业利润	143531	158599	194090	231471
加：营业外收入	2834	3168	2932	3128
减：营业外支出	1064	787	3957	3765
四、利润总额	145301	160980	193065	230834
减：所得税	34150	37830	45370	54246
五、净利润	111151	127684	154452	184667
减：少数股东损益	385	757	803	957
归属于母公司所有者净利润	110766	126927	153649	183710
六、每股收益（元）	0.33	0.38	0.46	0.55

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现在一5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。