

工商银行 2009 年报点评

工商银行 (601398)

评级: 增持 (维持)

2010 年 3 月 26 日 星期五

李文

010-59707106

liwen@longone.com.cn

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	25
流通股本(亿股)	10.54
总市值(亿元)	385.25
流通市值(亿元)	162.42

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-0.2	-1.32
3 个月	-5.25	-2.46
6 个月	-0.6	-9.45

个股相对沪深 300 指数走势图



投资要点

- 2009 年, 工商银行实现归属于母公司股东的净利润 1285.99 亿元, 增长 16.10%, EPS0.39 元 (2008 年: 0.33 元); 每股净资产 2.02 元 (2008 年: 1.81 元)。
- 净利润增速高于营业收入增速, 主要原因是资产减值损失大幅减少。
- 净利息收益率正在回升。2009 年, 工商银行净利息收益率 (NIM) 2.16%, 较 2008 年下降 64 个 bp, 从 3 季度开始, 息差有所回升。但净利差的回升并非来源于生息资产收益率的提高, 而是来源于计息负债成本的下降。
- 资产质量显著好转。2009 年底, 不良贷款余额下降到 884.67 亿元, 不良率下降到 1.54%, 2008 年底分别为 1044.82 亿元和 2.29%。由于不良余额下降等原因, 不良贷款形成率为负数, 信贷成本下降到 0.43% (2008 年: 0.83%)。
- 总体的资产风险水平并不高, 但中长期贷款占比显著偏高。
- 我们预测, 2010 年净利润增长 16.94%, EPS 约 0.45 元。其最新股价对应 2009 年、2010 年的 PE 分别为约 12.49 倍、10.82 倍。
- 投资评级: 增持 (维持)。

1. 2009 年报主要数据

工商银行 2009 年报主要指标如下:

截止 2009 年底,总资产 117851 亿元,增长 20.8%;贷款总额 57286 亿元,增长 25.3%;存款总额 07713 亿元,增长 18.8%。

营业收入 3094.54 亿元,同比下降 0.10%;净利息收入 2458.21 亿元,下降 6.55%;拨备前利润 1892.13 亿元,下降 4.95%;归属于母公司的净利润 1285.99 亿元,增长 16.10%;EPS0.39 元(2008 年:0.33 元);每股净资产 2.02 元(2008 年:1.81 元);ROE20.14%(2008 年:19.39%)。

2009 年底,核心资本充足率下降到 9.90%(2008 年底:10.75%),不良贷款率下降到 1.54%(2008 年底:2.29%),拨备覆盖率提高到 164.41%(2008 年底:130.15%)。

年度分配预案:10 派 1.7 元(含税)。

2. 资产质量显著好转

2009 年底,不良贷款余额下降到 884.67 亿元,不良率下降到 1.54%,2008 年底分别为 1044.82 亿元和 2.29%。由于不良余额下降等原因,不良贷款形成率为负数,信贷成本下降到 0.43%(2008 年:0.83%)。

3. 资产质量好转推动利润快速增长

2009 年,净利息收入下降 6.55%,主要由于手续费及佣金净收入增长 25.33%,营业收入小幅下降 0.10%。手续费及佣金的大幅增长使其占营业收入的比例上升到了 17.82%,是 2003 年以来的最高值。

由于营业支出增长 8.62%,拨备前利润下降了 4.95%。在此基础上,由于资产减值损失减少 58.19%,归属于母公司的净利润增长了 16.10%。

4. 息差回升主要得益于负债成本的下降

2009 年上半年,工商银行净利差率(NIS)2.13%,全年回升到 2.16%,较 2008 年下降 64 个 bp。从 3 季度开始,息差有所回升。但净利差的回升并非来源于生息资产收益率的提高,而是来源于计息负债成本的下降。

2009 年,工商银行平均存款成本下降到 1.60%,基于目前的基准利率,并假设存款结构不发生较大变化,我们预计其存款成本难以继续下降,未来息差回升的动力将主要来源于生息资产收益率的改善。

表 1 净利差及净息差变化趋势

	2003	2004	2005	2006	2007	2008.6	2008	2009.6	2009
贷款及垫款	4.58%	4.48%	5.11%	5.42%	6.11%	6.97%	7.07%	5.47%	5.21%
证券投资	2.85%	2.74%	2.74%	2.60%	3.06%	3.30%	3.34%	3.12%	3.02%
其他生息资产	1.91%	1.78%	1.89%	2.29%	2.44%	2.18%	2.04%	1.31%	1.38%
生息资产合计	3.93%	3.83%	4.03%	4.00%	4.45%	4.91%	4.94%	3.86%	3.74%
存款	1.36%	1.32%	1.48%	1.65%	1.77%	2.08%	2.17%	1.76%	1.60%
其他计息负债	3.21%	1.60%	2.00%	2.12%	1.79%	1.76%	1.85%	1.45%	1.40%
计息负债合计	1.39%	1.34%	1.50%	1.68%	1.78%	2.03%	2.14%	1.73%	1.58%
NIS	2.54%	2.49%	2.53%	2.32%	2.67%	2.88%	2.80%	2.13%	2.16%
NIM	2.50%	2.48%	2.55%	2.41%	2.80%	3.01%	2.95%	2.25%	2.26%

资料来源：工商银行，东海证券研究所

5. 对资产结构的讨论

2007 年以来，按资产的平均数计算，工商银行的贷款及垫款占资产的比重基本维持在 50% 以下，大体是上市银行的最低水平，总资产的风险水平并不高。但我们注意到 2007 年以来，中长期贷款占比再度提高，2009 年达到了创记录的 69.90%，这是否存在风险值得关注。

表 2 平均的资产结构

	2003	2004	2005	2006	2007	2008.6	2008	2009.6	2009
贷款及垫款	69.04%	68.88%	58.98%	50.97%	48.49%	48.60%	48.66%	48.68%	48.98%
证券投资	18.40%	19.75%	28.77%	37.17%	37.36%	35.60%	34.44%	28.89%	29.32%
其他生息资产	12.56%	11.36%	12.24%	11.85%	14.13%	15.80%	16.90%	22.43%	21.70%
生息资产合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：工商银行，东海证券研究所

表 3 按期限划分的公司贷款结构

	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.6	2008.12	2009.6	2009
短期贷款	59.85%	54.67%	41.23%	39.19%	48.89%	37.01%	35.06%	31.47%	30.10%
中长期贷款	40.15%	45.33%	58.77%	60.81%	51.11%	62.99%	64.94%	68.53%	69.90%

资料来源：工商银行，东海证券研究所

表 4 按业务品种划分的公司贷款

	2007		2008		2009.6		2009	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资金贷款	1201582	41.20%	1208683	37.40%	1274388	33.40%	1265782	32.00%
项目贷款	1414000	48.50%	1681445	52.00%	2131298	56.00%	2254893	57.00%
房地产开发贷款	299411	10.30%	342974	10.60%	405851	10.60%	437111	11.00%
合计	2914993	100%	3233102	100%	3811537	100%	3957786	100%

资料来源：工商银行，东海证券研究所

6. 再融资预案已提出

工商银行董事会建议股东大会批准发行新增 A 股及 H 股(包括认股权证、可转换债券及附有权利认购或转换成股份之其他证券), 发行数量不超过 A 股及 H 股各自的 20%。同时提出的方案是发行 A 股可转债, 总额不超过 250 亿元。

7. 盈利预测及投资评级

我们预测, 2010 年工商银行净利润增长 16.94%, EPS 约 0.45 元。其最新股价对应 2009 年、2010 年的 PE 分别为约 12.49 倍、10.82 倍。

投资评级: 增持(维持)

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

姓名, 李文, 博士研究生, 具有 3 年银行工作经历和 8 年证券分析经历

跟踪范围: 内地银行股

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122