

工商银行(601398)调研简报

推荐

维持评级

金融/银行

发布时间: 2010 年 3 月 25 日

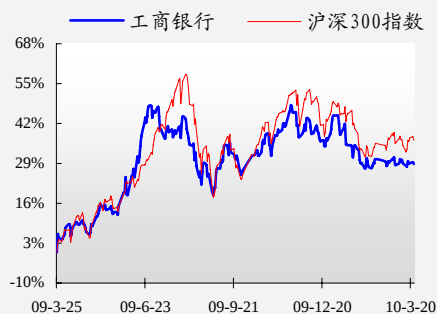
投资要点:

- 2009 年,工商银行实现净利润 1293.96 亿元,同比增长 16.3%,实现每股收益 0.39 元,实现每股净资产 2.02 元。实现全面摊薄净资产收益率 20.15%; 同比提高 0.72 个百分点。年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 1.8 元(含税)。
- 同日晚间,工商银行召开了业绩发布会,并且发布了 2010 年的再融资方案;拟在 A 股发行可转换债券 250 亿元,并且授予董事会发行不超过 H 股 20%的授权。
- 净息差环比上升较慢,信贷成本明显释放,中间业务所入绝对额和增量位居可比银行首位。
- 地方政府融资平台贷款余额为 7200 亿元,2009 年新增 4500 亿元,不良率为 0.03%。
- 维持 2010 年盈利预测,预测银行 2010 年的每股收益为 0.45 元,每股净资产为 2.45 元。
- 维持长期推荐和短期谨慎推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (亿元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (亿元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009A	3094	-0.25	1293.36	16.3	0.39	20.15	12.49	
2010E	3450	15	1503.6	15.38	0.45	18.37	10.82	
2011E								
2012E								

走势图



市场数据

2010-3-25

收盘价:	4.87 元
52 周最高价:	5.76 元
52 周最低价:	3.76 元
平均持仓成本:	5.08 元

基本数据

2009Q4

总股本(万股):	33,401,885
流通 A 股(万股):	25,096,235
每股收益(元):	0.39
每股净资产(元):	2.02
每股经营现金流(元):	1.21
市净率:	2.41

分析师: 唐亚韞

执业证书编号: S05502060600

TEL: (8621)63367000 - 274

FAX: (8621)6337 3209

Email: wendyt77@126.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

2009 年，工商银行保持了净利润的正增长。2009 年年末，公司总资产规模达到 117851 亿元，比去年底增长 20.78%；存款规模 97712.77 亿元，比年底增长 18.82%；贷款规模 57286.26 亿元，比年底增长 25.30%；实现营业收入 3094.11 亿元，同比下降 0.25%，实现净利润 1293.96 亿元，同比增长 16.3%，实现每股收益 0.39 元，实现每股净资产 2.02 元。实现全面摊薄净资产收益率 20.15%；同比提高 0.72 个百分点。年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 1.8 元(含税)。

3 月 25 日晚间，工商银行召开了业绩发布会，并且发布了 2010 年的再融资方案；拟在 A 股发行可转换债券 250 亿元，并且授予董事会发行不超过 H 股 20%的授权。

一、2009 年全年公司业绩变化的主要原因

1.1 贷款增速稳健增长，但是净息差同比下降明显，不能完全实现以量补价：

2009 年 1-12 月，工商银行实现利息净收入 2458.21 亿元，同比下降 6.55%，净利息收入变化因有以下两点：

1.1a 贷款快速增长和存贷款结构变化

工商银行今年上半年新增人民币贷款 8215 亿元，与年初相比的环比增幅达到 19.2%，比行业平均增速低 5 个百分点，体现了工商银行一贯坚持的稳健经营的特色。从新增贷款的投向上看，投向与政府优质项目有关的基础设施贷款为 4170 亿元，占公司贷款的比重为 72%，从 2009 年第三季度的情况看，第三季度单季度工商银行新增本外币贷款仅 1869.75 亿元，贷款增速和行业情况类似，明显放缓，从 2009 年第四季度的情况看，单季度工商银行新增本外币贷款仅 1481.57 亿元；不过这当中也应该存在这一定规模的票据融资到期冲回释放贷款额度的情况，从票据融资的情况看，上半年末，票据融资占比达到 10.33%，到三季度末，票据融资占比已经下降到 7.15%，全年末，票据融资占比进一步下降，下降到 6.6%；从存款的期限结构上看，上半年末，工商银行的活期存款占比为 50.8%，但是三季度末则只有 49.09%，不过三季度末的时点数据可能存在一定的误差，整体上存款应该具有一定的活期化。2009 年年底的活期存款占比为 52.67%，有了明显的提高。

1.1b 净息差同比明显下降；不过应该与行业的情况类似，第三季度和第四季度企稳回升

如果考虑日均余额，第三季度末的净息差为 2.25%，和上半年末的 2.25%持平，但是如果考虑单季度，第三季度工商银行的净息差为 2.18%，比第二季度的最低点 2.11%环比上升了 7 个基本点，不过第三季度的净息差 2.25%与去年同期的 2.94%相比整体依旧下降了 69 个基本点，下降幅度明显缩小。全年的净息差为 2.26%，环比提高了一个基本点，与去年同期的 2.95%相比下降了 69 个基本点。这是导致银行净利息收入下降的主要原因。

1.2 和 2009 年中期的情况类似，中间业务收入的快速增长依旧是工商银行全年经营的亮点，他使银行整体的营业收入同比降幅远远小于净利息收入：2009 年全年，工商银行实现手续费净收入 551.47 亿元，同比增长 25.3%，手续费净收入占比为 17.8%；比去年同期的 14.2%上升了 3.6 个百分点

1.3 实际税率继续下降：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，2009 年全年工商银行的实际税率仅为 22.65%，比去年同期的 23.49%下降了 0.84 个百分点，对于公司业绩形成了一定的支撑。

1.4 成本收入比有所上升 由于营业收入下降同比下降，虽然工行加大了费用控制，但是成本收入比 同比依旧有所上升，2009 年全年工商银行的成本收入比为 33.18%，比去年同期的 29.84%上升了 3.34 个百分点

二、工商银行资产质量情况

2009 年全年，在 2009 年前三季度实现双降的基础上，工商银行继续实现了不良贷款的双降，不良贷款余额和不良贷款率分别为 884.82 亿元和 1.54%，分别比年初下降了 160 亿元和 0.75 个百分点，拨备覆盖率上升到 164.41%，比年初提高了 34.26 个百分点，预计在年末将达到 150%以上。信贷成本为 0.38%，比 2009 年全年的 0.84%相比有非常明显的下降。

三、业绩发布会重要事项

1、 有关再融资

同日晚间，工商银行召开了业绩发布会，并且发布了 2010 年的再融资方案；拟在 A 股发行可转换债券 250 亿元，并且授予董事会发行不超过 H 股 20%的授权。有关此次再融资，工行的解释是于 220 亿元次级债的到期无关，工行次级债务发行的空间较大，可以继续滚动发行，主要是为了考虑未来的监管要求和工行发展的需要，截至 2009 年年底，工行的资本充足率和核心资本充足率分别为 12.36%和 9.90%，在可比银行中比较高，因此工行选择了先发可转债的方案，工行承诺，一般情况下，工行在此次融资完成之后，在三年内不会考虑股权融资，资本充足率的目标是持续保持在 12%左右。

2、 有关地方政府融资平台

截至 2009 年年末，工行的地方政府融资平台的贷款余额为 7200 亿元，去年投放超过 4500 亿元，不良贷款额仅为 2 亿元，不良贷款率为 0.03%，工行严格把握了区域投向和项目投向，严格区域准入标准，对不同的区域实行名单之，主要投向基础设施、国家级、省级和大型企业的优质项目，此外，工行不发放打包贷款，坚持对个别企业、个别项目严格审查发放贷款。

3、 有关不良贷款拨备率的水平和未来发展趋势问题

工行认为考虑风险抵补能力除了考虑拨备率之外，还要考虑银行对不良贷款的消化和处置能力以及现金清收能力和抵押率的问题，工行 2009 年处置的不良贷款中，有 40%的不良贷款升级为非不良，有 41%现金清收，而且抵押贷款中的抵押品的价值超过贷款金额的 2.26 倍，因此工行对未来自身的风险抵补能力非常有自信，当然工行会综合所有情况考虑合适的拨备率。

4、 高盛持有工行的股权在 4 月 28 日即将解禁，是否会影响工行与高盛的合作关系。

高盛对其在工行的投资的回报感到满意，愿意与工行保持长期的战略合作关系，

高盛愿意保留所持有的大部分工行的股权，长期成为工行的重要的股东。

5、有关工行 2009 年不良贷款的迁徙情况

工行去年清收处置了 669 亿元的不良贷款，其中 39%是由于企业情况好转由不良向上转变为非不良，41%的部分是现金清收，17%的部分是核销，其余 3%的部分是以物抵债；新增加了 508 亿元的不良贷款，这一数据较 08 年略微有所下降，整体不良贷款减少了 160 亿元。

四、盈利预测和投资建议

4.1 盈利预测

从盈利预测上讲，我们维持前期的盈利预测，预测银行 2010 年的每股收益为 0.45 元，每股净资产为 2.45 元，暂时没有考虑 H 股的发行；不过 2010 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。按照 3 月 25 日收盘价 4.87 元计算，目前的动态 PE 和 PB 分别为 10.82 和 1.99 倍。目前维持短期谨慎推荐投资评级。

4.2 投资建议

作为国内最大的银行，工行的最大除了体现在资产规模、分支机构网点数、客户基础、存贷款市场占有率等指标上，也体现在最大的发卡行、公司理财产品销售、境内分行中间业务收入总量和增量等更多的指标上，我们一直认为工行的综合素质在大银行中仅次于交通银行，而且随着工行在管理水平和创新能力上的逐渐提升，工行的长期投资价值也将逐步提升，从长期来看，我们维持对工商银行长期推荐的投资评级。

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。