

动态报告/公司快评

金融

银行

工商银行（601398）
推荐

配股方案点评

（维持评级）

2010 年 7 月 29 日

向二级市场融资较少，估值有望继续回升

分析师： 邱志承 qiuzc@guosen.com.cn 021-6087 5167 SAC 执业证书编号：S0980209120480

分析师： 黄飙 huangbiao@guosen.com.cn 0755-82130833-1868 SAC 执业证书编号：S0980209080425

事项：

工商银行董事会审议通过了 A+H 配股融资方案。

评论：

■ **A+H 配股符合预期，融资规模小于建行，二级市场融资量较小** 由于资本监管要求的显著提高和资本的快速消耗，工行跟随建、中、交行进行 A+H 配股符合预期，最大融资额为 450 亿人民币，融资规模小于建行，但考虑到此前已通过发行 250 亿元可转债，两者相加为 700 亿元，则总体融资规模与建行相当。A+H 配股是协调上市公司、股东、政府、监管部门和二级市场的最优选择。

1. 首先，配股有助于补充银行的核心资本，这有利于银行满足监管部门对提高资本充足率和提高资本质量的要求。
2. 此外，国有银行的大股东为政府，在配股方式下，政府大股东的参与配股，使得所募集的大部分资金将来自于政府，二级市场配股融资所占比例很小，工、建、中行都只有几十亿元，大大缓解融资压力，因此配股也容易被证监会和二级市场投资者所接受。
3. 最后，与定向增发不同，配股融资是面对全体股东，容易达到较大的融资规模，且配股融资对股权结构没有影响，因此配股容易被全体股东所接受。

从几个股份制银行配股发行情况，以及建、中行等银行公布的 A+H 配股融资方案来看，对二级市场股价的直接影响是较小的，因此，三大国有银行同时采取配股方式，对二级市场的影响程度应该是最小的。

表 1：工商银行、建设银行、中国银行和交通银行配股方案相关数据

	工商银行	建设银行	中国银行	交通银行（已完成）
股本结构：				
公司总股本	3340 亿股	2337 亿股	2538 亿股	490 亿股
A 股总股本	2510 亿股	90 亿股	1778 亿股	259 亿股
H 股总股本	830 亿股	2247 亿股	760 亿股	231 亿股
融资规模：				
总拟配股数量（上限）	200 亿股	163.6 亿股	279.2 亿股	73.5 亿股
其中：A 股拟配股数量	150 亿股	6.3 亿股	195.6 亿股	38.9 亿股
H 股拟配股数量	50 亿股	157.3 亿股	83.6 亿股	34.6 亿股
总融资金额（上限）				
其中：A 股	450 亿元	750 亿元	600 亿元	331 亿人民币
A 股 - 二级市场	338 亿人民币	28.9 亿人民币	420.3 亿元	175 亿人民币
	20 亿人民币	54 亿人民币	17 亿人民币	282 亿人民币

	H 股	112 亿人民币/ 127 亿港元	721 亿人民币/ 820 亿港元	180 亿人民币/ 204 亿港元	156 亿人民币/ 177 亿港元
配股比例		A/H 均为不超过 10 配 0.6	A/H 均为不超过 10 配 0.7	A/H 均为不超过 10 配 0.7	A/H 均为 10 配 1.5
配股价格 A 股		2.245 人民币	4.585 人民币	2.149 人民币	4.50 元/股
相当于昨日收盘价比例		52%	88%	63%	70%
配股价格 H 股		2.552 港元	5.210 港元	2.442 港元	5.12 港元/股
相当于昨日收盘价比例		43%	85%	62%	63%

数据来源：公司公告 国信证券经济研究所

■ **融资支持公司业务持续扩张和维持良好资产质量** 我们假设 450 亿元配股和 250 亿元可转债发行都是在 2010 年四季度完成，经过测算，工商银行 2010 年末的核心资本充足率将分别提高 1.7 个百分点，从 2010 年末的核心资本充足率从 9.6% 上升到 11.3%。如果未来宏观经济不会对业绩带来大的波动，工商银行不进行大规模的并购，配股完成后的资本金足以支持公司未来五年的资本需求。较为充足的资本金有助于维持银行风险资产的扩张，从而有助于短期不良贷款率的维持，但中长期的资产质量仍取决于经济环境和银行风控能力。

■ **银行再融资预期兑现完毕，将支持板块估值继续回升，重点推荐招行、民生、工行**

随着三大国有银行配股融资计划公布完毕，银行的集中再融资预期也兑现完毕，这一方面支持银行业务持续扩张，另一方面再融资担忧基本得到消化，这将支持板块估值继续得到修复和回升。8 月将进入银行中报披露期，我们预期银行板块业绩整体将取得 30% 以上的同比增长，部分银行（主要是招行、华夏）增幅可达到 50% 以上，这也将支持银行板块的估值回升，目前我们重点推荐招行、民生和工行，以及推荐华夏、建行和浦发银行。

表 2：上市银行股权融资数据表（截至 2010.7.28）

待完成银行	融资方式	融资规模	预计完成时间	最近资本充足率 %	最近核心资本充足率 %
工商银行	可转债、A+H 股配股	配股不超过 450 亿元	2010 年	12.0	9.6
建设银行	A+H 配股	配股不超过 750 亿元	2010 年底或 2011 年初	11.4	9.2
中国银行	可转债、A+H 股	配股不超过 600 亿元	2010 年（可转债已完成）	11.1	9.1
中信银行	发行次级债或混合资本债	不超过 250 亿元	2010 年	9.3	8.3
浦发银行	对中移动定增	398 亿元	2010 年	10.2	6.9
华夏银行	对大股东定增	不超过 208 亿元	2010 年	10.8	6.6
北京银行	--	--	--	-	12.4
南京银行	A 股配股	50 亿元	2010 年	12.2	11.1
宁波银行	对大股东定增	50 亿元	2010 年	10.9	9.1
已完成银行	融资方式	融资规模	完成时间	最近资本充足率 %	最近核心资本充足率 %
交通银行	A+H 配股	331 亿元	2010 年 6 月	11.7	8.1
招商银行	A+H 配股	218 亿元	2010 年 3 月	11.5	7.8
民生银行	H 股 IPO	266 亿元	2009 年 11 月	8.9（09 年末）	10.8（09 年末）
兴业银行	A 股配股	180 亿元	2010 年 5 月	10.6	7.6
深发展	对中国平安定增	68 亿元	2010 年 6 月底	8.7	5.5

资料来源：公司资料，Wind 资讯，国信证券经济研究所

附表：财务预测与估值

价值评估 (倍)	2009A	2010E	2011E	2012E
P/E	11.2	10.1	8.6	7.0
P/B	2.16	1.76	1.51	1.27
P/PPoP	7.6	6.8	5.5	4.5
市值/总资产(A股)	12.4%	11.4%	9.5%	7.9%
股息收益率(税后)	3.8%	4.1%	5.2%	6.1%

每股指标 (元)	2009A	2010E	2011E	2012E
EPS	0.39	0.42	0.47	0.53
BVPS	2.02	2.41	2.66	2.96
PPoPPS	0.57	0.62	0.72	0.84
DPS	0.18	0.21	0.23	0.26

盈利驱动	2009A	2010E	2011E	2012E
存款增长	18.8%	15.5%	14.7%	13.9%
贷款增长	25.3%	15.5%	15.7%	14.9%
存贷比	58.6%	58.6%	59.1%	59.6%
盈利资产增长	20.8%	16.8%	14.5%	13.9%
贷款收益率	5.21%	4.96%	4.89%	4.78%
债券收益率	3.02%	2.75%	2.66%	2.66%
盈利资产平均生息	3.74%	3.59%	3.52%	3.48%
存款成本率	1.60%	1.39%	1.39%	1.40%
付息负债平均付息	1.58%	1.39%	1.39%	1.40%
净息差(NIM)	2.26%	2.30%	2.24%	2.19%
净利差(SPREAD)	2.16%	2.19%	2.13%	2.08%
非利息收入比重	20.5%	20.9%	22.9%	25.1%
费用收入比(含营业)	38.8%	37.8%	36.8%	35.9%
拨备支出/平均贷款	0.44%	0.50%	0.61%	0.65%
有效所得税率	22.7%	22.3%	23.2%	23.3%

收入盈利增长	2009A	2010E	2011E	2012E
净利息收入增长	-6.5%	18.8%	12.1%	11.8%
手续费收入增长	25.3%	28.0%	26.2%	28.8%
营业净收入增长	-0.1%	19.4%	14.9%	15.1%
拨备前利润增长	-5.2%	21.0%	16.9%	16.5%
净利润增长	17.5%	19.7%	11.6%	15.1%

资产盈利能力	2009A	2010E	2011E	2012E
RoAE	19.4%	20.4%	17.8%	18.4%
RoAA	1.11%	1.15%	1.11%	1.12%
RoAA(拨备前)	1.71%	1.78%	1.80%	1.84%
RoRWA	2.40%	2.43%	2.33%	2.33%

资产质量	2009A	2010E	2011E	2012E
不良资产率	1.54%	1.29%	1.37%	1.52%
拨备覆盖率	164%	193%	184%	171%
拨备余额/全部贷款	2.54%	2.49%	2.53%	2.61%

资本	2009A	2010E	2011E	2012E
资本充足率	12.4%	13.2%	12.5%	12.1%
核心资本充足率	9.9%	11.3%	10.8%	10.5%
财务杠杆(倍)	17.4	15.3	15.8	16.1
风险加权资产比重	49%	50%	50%	51%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

利润表 (百万)	2009A	2010E	2011E	2012E
净利息收入	245,821	291,935	327,199	365,711
利息收入	405,878	454,545	514,834	581,861
利息支出	160,057	162,610	187,635	216,150
资产准备支出	23,219	30,874	43,890	54,067
拨备后净利息	222,602	261,061	283,309	311,644
手续费净收入	55,147	70,609	89,112	114,786
其他经营净收	8,105	6,547	7,862	7,826
营业净收入	309,073	369,091	424,172	488,324
营业费用	119,860	139,663	155,931	175,486
营业外净收入	1,254	1,098	1,195	1,189
拨备前利润	190,467	230,526	269,436	314,027
总利润	167,248	199,652	225,546	259,959
所得税	37,898	44,612	52,434	60,682
少数股东利润	-751	-712	-712	-712
净利润	130,101	155,753	173,824	199,990

资产负债表 (百)	2009A	2010E	2011E	2012E
现金及存放	160,094	179,631	186,992	195,835
央行准备金	1,693,048	2,296,249	2,647,307	3,014,841
拆放金融企	492,490	884,537	893,295	1,010,971
贷款	5,728,626	6,616,458	7,653,684	8,793,001
贷款拨备	-145,452	-164,520	-193,722	-229,594
债券投资	3,599,173	3,662,207	4,238,752	4,775,372
固定资产	93,319	96,266	103,244	110,110
递延税款净	18,696	24,641	29,015	34,388
其他资产	145,059	154,719	157,485	156,976
盈利资产	11,673,431	13,639,083	15,620,030	17,790,020
总资产	11,785,053	13,750,188	15,716,052	17,861,900
金融企业存	1,061,298	1,237,452	1,416,163	1,610,996
存款	9,771,277	11,285,825	12,944,841	14,744,174
应付款项	197,072	250,779	282,867	317,454
发行债券	76,472	76,472	76,472	76,472
付息负债	10,909,047	12,599,749	14,437,477	16,431,642
总负债	11,106,119	12,850,528	14,720,344	16,749,096
实收资本	334,019	370,660	371,702	373,838
公积金	137,721	248,967	272,748	302,836
一般准备	84,222	97,428	112,702	129,478
未分配利润	117,931	177,181	232,685	300,296
少数股东权	5,041	5,425	5,872	6,356
所有者权益	678,934	899,661	995,709	1,112,804

存贷款客户结	2009A	2010E	2011E	2012E
个人贷款	21.1%	21.6%	22.1%	22.6%
企业贷款	73.2%	72.4%	70.9%	69.4%
票据贴现	5.8%	6.0%	7.0%	8.0%
储蓄存款	47.7%	48.5%	48.5%	48.5%
企业存款	52.3%	51.5%	51.5%	51.5%

网点与员工(个)	2009A	2010E	2011E	2012E
网点数量	16,232	16,232	16,232	16,232
员工数量	389,827	409,108	409,251	409,397

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。