

工行配股对二级市场压力有限

- 工行计划通过 A+H 配股募集不超过 450 亿元资金。配股比例为 10 股配售不超过 0.6 股，其中 A 股可配售数量不超过 150.58 亿股，H 股可配售数量不超过 49.83 亿股。A 股和 H 股将采用汇率调整后相同的配股价格。
- 配股价格合理，折扣近五成。根据配股比例和募资金额可计算得，配股价格为 2.25 元。与 A 股当前 4.36 元的价格相比，该配股价有 48.5% 的折让，折扣明显，价格合理。
- A 股一般流通股股东配股规模不到 20 亿元，压力相当有限。工行最大的股东分别为汇金公司 (35.42%)、财政部 (35.33%)，且有 24.87% 的股份为 H 股投资者所持有，余下由 A 股一般流通股股东持有的股份占比仅 4.38%。在 450 亿元募资金额中，A 股一般流通股股东仅需承担 19.73 亿元，压力相当有限。
- 工行未来对资本市场的再融资依赖非常低。(1) 工行 ROA 在全国性银行中排名第二，RoRWA 排名第一，内生增长能力非常强；(2) 工行的规模增长十分节制，近年来的贷款增速几乎每年都是上市银行中最低的；(3) 资产风险系数低，实行巴塞尔 II 之后核心资本充足率可能提高而非下降。这些因素决定了工行基本上靠内生的利润留存即可支持自身增长。根据 9.8% 的核心资本充足率、45% 的分红率和当前的 RoRWA 计算，工行的利润留存可支持每年 13.5% 的规模增长，而除了 2009 年之外，工行每年的贷款增速都要低于这个水平。
- 继续维持工行的“中性”评级。工行最大的价值仍然是防御。即使配股成功，工行也不会加大规模扩张速度，利润难有加速的空间。目前与行业平均水平相比，该行的估值水平相对合理。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

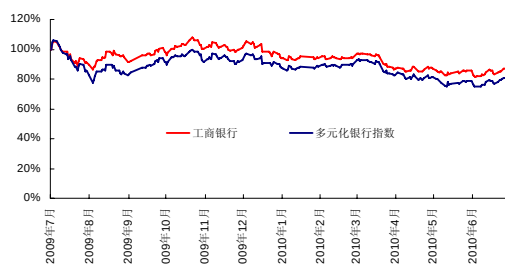
银行业高级分析师
8621-63325888 × 6084
jinlin1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209120209

王鸣飞

银行业分析师
8621-63325888 × 6085
wangmingfei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109051253

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2010 年 7 月 28 日)	4.36
目标价格	6.00
总股本/A 股 (万股)	33401885/25096235
国家/地区	中国
行业	银行
报告日期	2010 年 7 月 29 日

股价表现



财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	309,454	366,252	442,966	530,646
营业收入增长率	-0.10%	18.35%	20.95%	19.79%
净利润 (百万元)	129,350	159,267	194,526	233,919
净利润增长率	16.37%	23.13%	22.14%	20.25%
EPS (元)	0.39	0.47	0.58	0.70
P/E (X)	11.3	9.2	7.5	6.2
P/B (X)	2.16	1.85	1.57	1.35
P/POP	7.70	6.38	5.25	4.39

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
利息收入	405,878	477,809	561,080	651,240
利息支出	160,057	186,808	220,328	256,175
净利息收入	245,821	291,001	340,753	395,065
手续费和佣金净收入	55,147	73,651	96,603	126,527
营业收入	309,454	366,252	442,966	530,646
营业税金及附加	18,157	21,467	25,963	31,102
业务及管理费	101,703	115,941	139,130	166,956
资产减值损失	23,219	24,229	28,033	32,298
营业支出	143,460	162,056	193,586	230,863
营业利润	165,994	204,195	249,379	299,783
利润总额	167,248	205,637	251,038	301,690
所得税	37,898	46,370	56,511	67,772
净利润	129,350	159,267	194,526	233,919
EPS	0.39	0.47	0.58	0.70

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	11,785,053	13,824,798	16,112,253	18,776,247
现金及存放央行	1,693,048	2,146,376	2,481,327	2,851,951
存放同业	157,395	181,004	215,395	256,320
拆出资金	77,906	89,592	106,614	126,871
买入返售金融资产	408,826	470,150	559,478	665,779
发放贷款和垫款	5,583,174	6,493,675	7,485,610	8,623,524
交易性金融资产	1,132,379	1,302,236	1,536,638	1,828,600
证券投资-可供出售金融资产	949,909	1,092,395	1,299,950	1,546,941
证券投资-持有至到期投资	1,496,738	1,721,249	2,048,286	2,437,460
总负债	11,106,119	13,031,135	15,178,784	17,685,238
同业及其他金融机构存放	931,010	1,117,212	1,340,654	1,608,785
拆入资金	70,624	84,749	101,699	122,038
交易性金融负债	15,831	19,789	24,736	30,920
卖出回购	37,532	48,792	63,429	82,458
客户存款	9,771,277	11,432,394	13,261,577	15,383,429
股东权益	673,893	787,362	925,593	1,081,163
股本	334,019	334,019	334,019	334,019
资本公积	102,156	102,156	102,156	102,156
盈余公积	37,484	37,484	37,484	37,484
未分配利润	117,931	231,400	369,631	525,201
少数股东权益	5,041	6,301	7,877	9,846

其他指标

	2009	2010E	2011E	2012E
信用成本率	0.43%	0.40%	0.40%	0.40%
股利收益率	3.78%	3.09%	3.81%	5.32%
P/S	4.71	3.98	3.29	2.74
P/PPOP	7.70	6.38	5.25	4.39
每股拨备前利润	0.57	0.68	0.83	0.99
不良贷款率	1.54%	1.16%	0.93%	0.79%
拨备覆盖率	164.41%	196.20%	220.63%	238.76%
拨备充足率	306.49%	365.74%	411.28%	445.07%
CAMEL 分析	2009	2010E	2011E	2012E
C:核心资本充足率	9.90%	10.06%	9.56%	9.86%
C:资本充足率	12.36%	12.60%	11.74%	11.90%
C:权益/贷款	12.07%	13.31%	12.36%	12.54%
C:权益/资产	5.72%	5.70%	5.74%	5.76%
A:不良贷款比率	1.54%	1.16%	0.93%	0.79%
A:拨备覆盖率	164.41%	196.20%	220.63%	238.76%
A:拨备充足率	306.49%	365.74%	411.28%	445.07%
A:贷款总额准备金率	2.54%	2.28%	2.05%	1.87%
A:不良资产/（权益+拨备）	10.80%	8.23%	6.55%	5.54%
E:ROA	1.10%	1.15%	1.21%	1.45%
E:ROE	19.08%	20.13%	20.93%	21.56%
E:ROAA	0.60%	0.62%	0.65%	0.67%
E:ROAE	10.07%	10.85%	11.31%	11.61%
E:成本收入比	32.87%	27.82%	31.41%	31.46%
E:手续费和佣金收入占比	17.82%	20.11%	21.81%	23.84%
E:股利分配比例	49.76%	35.00%	35.00%	40.00%
L:人民币存贷比	54.97%	58.59%	58.23%	57.82%
L:平均存贷比	122.59%	0.00%	0.00%	0.00%
L:贷款平均余额/生息资产平均余额	57.14%	56.80%	56.45%	56.06%
L:生息资产平均余额/总资产平均余额	48.98%	49.13%	48.44%	47.78%
	98.55%	98.58%	98.52%	98.57%

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn