

分析师： 陈志华 (8621) 68751569 chenzh@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490210060007

联系人： 许荣聪 (8621) 68751569 xurc@cjsc.com.cn

工商银行 2010 年中期业绩交流会纪要

事件描述

工商银行于 8 月 26 日召开 2010 年中期业绩发布会，会议就工商银行 2010 年上半年经营情况和业绩与分析师进行了深入交流。

未来息差将继续回升。公司的存款成本也是可控的，今年三月份以来活期存款占比一直提高，付息成本将进一步降低。2008 年末定期存款大约有 9%，没有完全重定价，付息成本还有进一步的下降空间。公司 4300 亿元的重组债券即将到期，未来这部分资金的投资效益也将增加。公司作为同类银行中存贷比最低的银行，作为资金提供行，流动性变化对净息差影响也是正面的。

房地产贷款增长适度，结构调整。公司房地产行业占比为 8%-9%，未来保持房地产开发贷款占比在合理的范围内。公司的房地产贷款在区域结构上也有调整。长三角和珠三角房地产贷款增长幅度低于全行，东部、西部和东北部房地产贷款增长速度高于全行。工行对公房地产贷款将向二、三线地区倾斜。

公司拨备计提充分，抵御风险能力强。根据监管规定，拨备分专项拨备和组合拨备。专项拨备越高，组合拨备越高，则说明计提得越充分，抵御风险能力越强。目前政府不良率为 0.02%，对这部分拨备体现在组合拨备当中。目前公司个别专项拨备占比约为 27%，组合拨备占比约为 73%，组合拨备较去年增长约 4.1 个百分点。

银信新规对公司影响不大。公司中间业务收入占总收入约 20%，理财业务收入占中间业务收入占比约 25%，银信合作收入占理财业务收入的 5%-7%。三数连乘的数值很小，银信理财对利润的影响不大。目前为止，对公对私理财产品规模为 4400 亿，银信理财产品规模约为 2350 亿元，其中，1800 亿元属于融资类，在今明两年内到期，不存在并入表内的问题。剩下的几百亿占总贷款比重非常小，而且并不是 100%并入表内，分两年并入表内，对资本充足率影响很小。

新增政府融资平台贷款大部分是之前贷款的延续。公司经营一直很审慎，用较为宽泛的口径来算，政府融资平台贷款占比为 11%。政府融资平台贷款 6 月末比 3 月末下降 440 亿元，省一级政府融资平台贷款占比 6 月末比 3 月末下降 3.13 个百分点。今年 1-6 月，按照客户数算，约 93%政府融资平台贷款是延续原来项目的；按照金额算，也大概有 94%政府融资平台贷款是延续之前项目的。只要中国经济没有大问题，政府融资平台也不会有什么什么问题。

一、目前经济发展还存在不确定性，贷款的需求如何呢？息差的走势如何？

答：下半年银行信贷总量估计会比上半年有所减少，这是政策导向决定的，但是贷款量的减少对提高贷款议价能力有正面的意义；公司的存款成本也是可控的，今年三月份以来活期存款占比一直提高，付息成本将进一步降低。同时，2008 年末定期存款大约有 9%，没有完全重定价，付息成本还有进一步的下降空间。

我们有 4300 亿元的重组债券即将到期，未来这部分资金的投资效益也将增加。整个市场流动性和去年发生了变化，公司作为同类银行中存贷比最低的银行，作为资金提供行，流动性变化对净息差影响也是正面的。

二、就目前而言，贷款增速见顶，财务杠杆也见顶，资产质量见底，成本收入比稳定，工行如何应对这样结构变化？

答：过去银行经历了不良剥离，资产重组，上市等过程，这几年相对来说比较平稳。虽然现在经受着后危机下经济的不确定性和融资平台等问题的困扰，但是只要中国经济增速维持在 8% 以上增长，中国银行业的资产质量应该不会有大问题，银行经营也不会有大问题。

目前全球监管改革做了很大的调整，我们正在积极为未来的利率市场化和资本市场化作准备。总的来看，我们的业务结构将更加均衡，也将降低资本消耗，同时将从几个方面努力：一、提高中间业务比重，从现在的约 20% 提升到 50%，这 50% 包括投资收益类收入。二、从纵向和横向的角度上提高盈利。横向上，去年我们盈利在 100 亿元以上的省级分行有 6 个，我们未来的目标是不少于 15 家。我们也力求在区域分布也会更加合理；纵向上，我们目前的票据、贵金属和托管等方面的盈利增长较好，未来大力发展金融租赁，信托，投行等。三、提升海外业务盈利能力。未来的目标是将海外收入占比从 3% 左右提升至 10%。

三、公司目前是否收紧房地产开发贷款呢？

答：工行对房地产开发贷款的投放是一以贯之的。我们保持房地产开发贷款占比在合理的范围内。现在房地产行业占比为 8%-9%，这个比例应该比较合适。未来我们的房地产贷款也将适度增长，但是区域结构上有调整。长三角和珠三角房地产贷款增长幅度低于全行，东部、西部和东北部房地产贷款增长速度高于全行。工行对公房地产贷款将向二、三线地区倾斜。

四、公司的资产质量良好，不良贷款余额下降约 10%，公司的拨备也很充分，分行业的拨备情况如何呢？尤其是政府融资平台贷款方面的拨备情况怎样？

答：根据监管规定，拨备分专项拨备和组合拨备。专项拨备越低，组合拨备越高，则说明计提得越充分，抵御风险能力越强。目前政府不良率为 0.02%，对这部分拨备体现在组合拨备当中。目前公司个别专项拨备占比约为 27%，组合拨备占比约为 73%，组合拨备较去年增长约 4.1 个百分点。

五、银信新规对公司的理财产品业务有什么影响呢？理财产品进表后对公司有多大的压力？理财产品未来的格局是否有变化？

答：公司中间业务收入占总收入约 20%，理财业务收入占中间业务收入占比约 25%，银信合作收入占理财业务收入的 5%-7%。三数连乘的数值很小，银信理财对利润的影响不大。

理财产品并入表内对银行影响不大。目前为止，对公对私理财产品规模为 4400 亿，银信理财产品规模约为 2350 亿元，其中，1800 亿元属于融资类，在今明两年内到期，不存在并入表内的问题。剩下的几百亿占总贷款比重非常小，而且并不是 100% 并入表内，分两年并入表内，对资本充足率影响很小。

六、政府融资平台的具体分类情况如何？公司将通过什么手段来保全融资平台贷款？

答：工行经营一直很审慎，用较为宽泛的口径来算，政府融资平台贷款占比为 11%。政府融资平台贷款 6 月末比 3 月末下降 440 亿元，省一级政府融资平台贷款占比 6 月末比 3 月末下降 3.13 个百分点。今年 1-6 月，按照客户数算，约 93% 政府融资平台贷款是延续原来项目的；按照金额算，也大概有 94% 政府融资平台贷款是延续之前项目的。只要中国经济没有大问题，政府融资平台也不会有什么問題。

七、工行配股的进展如何呢？是否这次融资后，未来 3-5 年内不融资呢？

答：配股正在走有关程序，希望能在年底完成，工行的资本实力将大幅加强。工行未来将通过内生补充，推进新资本协议，公司三年内将不需要融资。

过去三年公司分红约 1561 亿元，公司未来依然能够给投资者良好的回报。

财务报表及指标预测

盈利与估值	2007	2008	2009	2010E	2011E
ROAA	1.01%	1.16%	1.20%	1.27%	1.32%
ROAE	16.14%	19.32%	20.09%	21.71%	22.32%
拨备前每股收益	0.45	0.60	0.57	0.70	0.87
每股收益	0.24	0.33	0.39	0.46	0.56
每股净资产	1.61	1.81	2.02	2.32	2.68
拨备前每股市盈率	9.14	6.91	7.27	5.77	4.61
市盈率	16.94	12.42	10.70	8.73	7.17
市净率	2.55	2.28	2.04	1.73	1.50
股息收益率	3.23%	4.00%	4.13%	4.58%	5.58%

利润表摘要	2007	2008	2009	2010E	2011E
净利息收入	224,465	263,094	245,879	310,232	379,163
手续费净收入	34,384	44,002	55,339	72,375	90,375
其他非利息净收入	(4,692)	2,719	8,539	2,706	4,946
经营收入合计	254,157	309,815	309,757	385,313	474,484
营业费用	(103,566)	(110,699)	(120,347)	(138,868)	(166,148)
拨备前利润	150,591	199,116	189,411	246,445	308,336
当期提取各项准备金	(37,406)	(55,528)	(23,227)	(33,439)	(49,074)
税前利润	113,185	143,588	166,184	213,006	259,262
所得税	(33,124)	(34,150)	(38,277)	(49,622)	(60,396)
净利润	81,990	111,208	129,161	163,384	198,866

盈利驱动因素	2007	2008	2009	2010E	2011E
贷款增长(毛额)	12.17%	12.24%	25.30%	16.00%	14.00%
存款增长	9.04%	19.21%	19.00%	17.00%	15.00%
平均生息资产增长	15.50%	12.13%	20.84%	17.96%	15.95%
贷存比(含贴现)	59.05%	55.60%	58.54%	58.04%	57.54%
NIM	2.80%	2.95%	2.26%	2.45%	2.56%
非利息收入占比	11.68%	15.08%	20.62%	19.49%	20.09%
信用成本	0.85%	0.84%	0.38%	0.53%	0.68%
成本收入比(含营业税)	40.75%	35.73%	38.85%	36.04%	35.02%
有效税率	28.77%	23.50%	22.86%	23.30%	23.30%

收入盈利增长	2007	2008	2009	2010E	2011E
净利息收入增长	37.25%	17.21%	-6.54%	26.17%	22.22%
手续费收入增长	110.38%	27.97%	25.76%	30.78%	24.87%
营业收入增长	40.65%	21.90%	-0.02%	24.39%	23.14%
拨备前利润增长率	46.06%	32.22%	-4.87%	30.11%	25.11%
净利润增长率	65.85%	35.64%	16.14%	26.50%	21.72%

资产负债表摘要	2007	2008	2009	2010E	2011E
总资产	8,684,288	9,757,654	11,789,025	13,906,044	16,124,381
贷款余额(毛额)	4,073,229	4,571,994	5,728,708	6,645,302	7,575,644
存放央行款	1,103,223	1,652,999	1,692,961	2,175,406	2,501,717
同业资产	275,638	331,856	884,177	848,269	1,048,085
债券投资	3,107,414	3,048,330	3,273,681	3,989,586	4,723,856
存款余额	6,898,413	8,223,446	9,785,901	11,449,504	13,166,929
同业负债	998,682	650,902	1,013,856	1,251,544	1,580,189
发行债券	35,562	35,726	75,000	100,000	100,000
拨备余额	115,687	135,938	145,352	171,090	210,264
股东权益	544,252	607,138	678,488	826,875	954,774
平均股东权益	508,028	575,695	642,813	752,681	890,825
平均生息资产	8,029,422	8,920,729	10,866,673	12,657,734	14,838,606
平均总资产	8,209,796	9,144,210	11,157,875	13,000,305	15,236,926

资产风险与经营杠杆	2007	2008	2009	2010E	2011E
不良贷款余额	111,774	104,482	88,491	90,459	109,747
不良贷款率	2.74%	2.29%	1.54%	1.36%	1.45%
不良毛生成率	-0.46%	0.12%	-0.08%	0.16%	0.40%
贷款拨备覆盖率	103.50%	130.11%	164.26%	189.14%	191.59%
贷款总额准备率	2.92%	2.97%	2.54%	2.57%	2.78%
当年核销	(8,171)	(12,373)	(11,866)	(8,000)	(9,500)
资本充足率	13.09%	13.06%	12.31%	13.32%	13.29%
核心资本充足率	10.99%	10.75%	9.90%	10.51%	10.73%
风险加权资产系数	50.73%	48.67%	50.24%	51.00%	50.50%
个人贷款占比	18.75%	18.57%	18.15%	22.80%	22.00%
企业贷款占比	75.06%	74.29%	75.05%	74.20%	75.00%
其中票据贴现	6.19%	7.14%	6.80%	3.00%	3.00%
活期存款占比	51.62%	48.89%	50.30%	53.00%	54.60%
其中对公活期	34.48%	31.32%	30.80%	33.00%	33.80%
其中居民储蓄活期	17.15%	17.56%	19.50%	20.00%	20.80%

其他数据	2007	2008	2009	2010E	2011E
网点数	16,588	16,386	16,394		
员工数	381,713	385,609	389,827		
贷款余额市场份额	15.57%	15.07%	14.33%	13.99%	13.75%
其中个人贷款	15.08%	14.88%	15.03%		
存款余额市场份额	17.72%	17.64%	16.35%	15.99%	15.49%
总股本	334,019	334,019	334,019		
其中流通股	56,835	56,835	56,839		

分析师介绍

陈志华，安徽师范大学生命科学学院理学学士，中山大学岭南学院世界经济专业硕士，具有2年宏观策略、银行研究经历，2010年4月加入长江证券从事银行研究。

许荣聪，厦门大学经济学学士、数学双学士，武汉大学经济学硕士，从事银行行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好：相对表现优于市场 中性：相对表现与市场持平 看淡：相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐：相对大盘涨幅大于10% 谨慎推荐：相对大盘涨幅在5%~10%之间 中性：相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持：相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。