

分析师：张景

执业证书编号：S0050209090133

Tel: 010-59355917

Email: zhangjing@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

金融服务

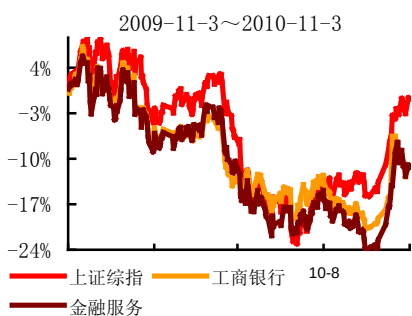
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	维持
目标价格：	5.5

市场数据

市价(元)	4.44
上市的流通 A 股(亿股)	2509.62
总股本(亿股)	3340.19
52 周股价最高最低(元)	3.93-5.62
上证指数/深证成指	3045.43/13646.46
2009 年股息率	2.29%

52 周相对市场表现



相关研究

工商银行(601398.SH)

经营稳健，信贷成本上升

投资要点

● 工商银行前三季度实现净利润 1272.16 亿元，同比增长 27.33%。工行业管理层主要对资产质量、房地产贷款、成本费用等问题进行了交流。

● 工商银行的地方政府融资平台贷款为 8300 亿元，在贷款中的占比为 12%，其中，不良贷款仅为 2 亿，不良率为 0.02%。工商银行在发放政府融资平台贷款时，首先判断各地的财政能力，挑选 162 个城市的分行才能发放，省、地市级直接管理的超过 93%，99.2%的投向评级水平在 A 级以上的平台。还款来源上，项目有足够现金流偿还本息的占比 75%，部分需要财政资金作为还款来源的为 25%。需要财政资金作为部分还款来源的项目主要集中在财政能力很强的地区，如上海、山东、天津、广东、河北和北京。

● 工商银行三季度末不良贷款率降至 1.15%，拨备覆盖率提高至 210.16%。前三季度信贷成本为 0.4%，第三季度加大了拨备计提力度，尤其是第三季度单季信贷成本达到 0.52%，比二季度提高了 14 个基点。工商银行表示增加拨备计提主要是考虑到监管部门对于拨备有了更高的要求，以增加大行损失吸收能力，中国比国际上的标准更趋于严格。目前工商银行的拨备/贷款的比重为 2.42%，如果银监会要求年底达到 2.5%，工行能够很轻松的达到。

● 工行的贷款结构上，今年没有投向新的工程，投向以往的在建工程有 3160 亿元。公司的小企业贷款增长 27.4%，个人贷款增长 28.4%，高于平均贷款增速，主要是为了风险控制和提高收益率。

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	309454.00	376704	444676	515494
增长率(%)	-0.10	21.88	18.04	15.93
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	128599.00	160558	190419	219749
增长率(%)	16.09	24.13	18.60	15.40
毛利率(%)	—	—	—	—
净资产收益率(%)	19.08	22.25	23.32	23.65
EPS(元)	0.39	0.48	0.57	0.66
P/E(倍)	11.53	9.53	8.03	6.96
P/B(倍)	2.40	2.00	1.76	1.55

来源：公司年报、民族证券

- 工商银行房地产开发贷款余额为 5236 亿元，不良率为 0.85%，住房按揭贷款余额为 10695 亿元，不良率为 0.43%。住房按揭贷款中，首套房占比为 94.03%，二套房占比为 4.43%，三套房占比为 1.54%。
- 前三季度工商银行的成本收入比为 28.4%，比全年下降了 4.47 个百分点。工商银行表示原因主要有两个，一个是分母部分，NIM 扩大使营业净收入增长了 22.8%；另一个是分子部分，管理费用增长了 13.2%，去年提取了 42 亿的内退员工费用，基本提足，今年只提了 5 亿。因此，今年前三季度费用的增速低于营业收入的增速，成本收入比下降。
- 预计工商银行 2010 年、2011 年每股收益为 0.48 元、0.57 元，2010 年动态市盈率为 9.5 倍。工商银行活期存款占比高，资金成本稳定，并且拨备的提高使其受未来政策影响较小，维持公司“推荐”的投资评级。

附录：财务预测表

资产负债表(百万)					主要财务比率				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
贷款净额	5583174	6427756	7265613	8134058	结构比率				
证券投资	3599173	4138895	4658453	5209224	贷款占比	49.73%	49.55%	49.37%	49.09%
同业资产	644127	721422	807993	904952	投资占比	31.24%	31.13%	30.89%	30.67%
生息资产	11519522	13294335	15079385	16982869	存款占比	87.98%	87.30%	86.99%	86.57%
非生息资产	265531	340880	386651	435458	贷款/存款	58.63%	58.63%	58.63%	58.63%
资产总额	11785053	13635215	15466036	17418327	增长比率				
同业负债	1037694	1224479	1444885	1704964	贷款增速	25.30%	15.00%	13.00%	12.00%
吸收存款	9771277	11236969	12697774	14221507	存款增速	18.82%	15.00%	13.00%	12.00%
应付债券	75000	75000	75000	75000	资产增速	20.78%	15.70%	13.43%	12.62%
计息负债	10883971	12536447	14217660	16001472	负债增速	21.37%	15.89%	13.41%	12.55%
其他负债	222148	334648	379527	427144	营业收入增速	-0.08%	21.88%	18.04%	15.93%
负债合计	11106119	12871096	14597186	16428616	净利润增速	16.37%	24.13%	18.60%	15.40%
所有者权益	678934	764119	868849	989711	资产质量				
利润表(百万)					不良贷款率	1.54%	1.15%	1.03%	1.00%
	2009A	2010E	2011E	2012E	拨备覆盖率	164.41%	212.23%	233.65%	244.65%
净利息收入	245821	297651	343730	386616	盈利能力指标				
手续费	55147	70137	91139	118090	净息差	2.34%	2.40%	2.42%	2.41%
营业收入	309073	376704	444676	515494	ROAA	1.20%	1.26%	1.31%	1.34%
管理费用	101703	120545	142296	164958	ROAE	20.12%	22.25%	23.32%	23.65%
拨备	23219	27712	31573	37877	每股指标及估值				
营业支出	143080	170860	200550	233765	每股收益	0.39	0.48	0.57	0.66
营业利润	165993	205844	244127	281729	每股净资产	2.03	2.29	2.60	2.96
利润总额	167247	205844	244127	281729	P E	11.90	9.53	8.03	6.96
净利润	129349	160558	190419	219749	P B	2.25	2.00	1.76	1.55

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

中国人民大学金融专业毕业，获得硕士学位，民族证券研发中心银行业分析师。对银行业及上市公司有着深入的研究，银行业深度研究报告、上市公司动态点评等多篇文章在中国证券报等报刊发表，在 2007 年“顶级券商年报预测”活动中获得第十名。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn