

净息差在加息中反弹

增持调高

目标价格：5.3 元

投资要点：

- 净息差继续反弹
- 贷款支持重点行业
- 上调评级至增持

报告摘要：

- **净息差继续反弹。**工行存款来源稳定，渠道广，10月末活期存款占比52.8%，比9月末进一步上升。三季度净息差2.40%，上半年2.37%，近期净息差比9月末仍有提升。
- **贷款支持6个重点方向。**工行战略将贷款重点转向6个重点支持方向：前期在建项目、7个战略新兴产业、小企业、个人贷款、区域重点、走出去的企业。
- **对公中长期贷款结息方式。**工行对公中长期贷款结息方式以季度为结息周期，对个人中长期贷款以月为结息周期。个别银行中长期贷款结息方式的调整不会带来系统性违约风险。
- **看好非息收入增长。**10月份工行非息收入增长33%左右，其中投行业务、结算业务、理财和银行卡收入都在百亿以上，中间业务收入结构均衡，增长较快。银行卡业务前三季度增长43%，对公理财增长74%，结算增长31%。
- **盈利预测和估值。**我们预计工行2010年净利润增长19.3%，达到1543亿元，2011年净利润增速21.2%，达到1870亿元，对应的每股收益分别为0.44元（考虑配股）和0.53元，对应的PE分别为9.67和7.98倍，PB分别是1.81和1.60倍。

(百万元,元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	309454	361224	439380	509501
净利润(百万元)	129350	154273	186963	217430
摊薄 EPS(元)	0.39	0.44	0.53	0.62
BVPS(元)	2.02	2.34	2.65	3.01
PE(X)	11.04	9.67	7.98	6.86
PB(X)	2.11	1.81	1.60	1.41
P/POP(X)	7.50	6.52	5.43	4.68
市值/总资产	12.05%	10.95%	9.60%	8.42%

分析师

银行地产研究小组

联系人：张继袖

电话：010-88085976

Email：zhangjixiu@hysec.com

市场表现



相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*工商银行：转型已悄然开始*601398*银行*张继袖》，2010.8
- 2 《宏源证券*公司研究*工商银行：配股预案符合预期*601398*银行*张继袖》，2010.7
- 3 《宏源证券*公司研究*工商银行：严格的风管控保证安全边际*601398*银行*张继袖》，2010.7

目录

一、净息差：继续反弹	3
二、贷款投向：支持 6 个重点方向.....	3
三、贷款结息方式：对公中长期贷款按季结息.....	3
四、看好非息收入增长	3
五、分红率未来有微降的可能	3
六、盈利预测和估值	4

一、净息差：继续反弹

流动偏紧的条件下，行业净息差将上行。基于中央政治局会议，2011 年将采用稳健的货币政策，而且通胀容忍度提高，基于目前的数据，工行判断，2011 年大幅多次加息的可能性不大（1-2 次，每次 25 个 BP），货币政策以数量为主，主要是由于美国第三轮量化宽松已推出，流动性泛滥，大幅加息后热钱管理会更困难。

6 月底时工行超储 1700 多亿元，上调两次存款准备金率大约冻结资金 1000 亿元，超储率下降很快。市场资金收紧情况下，shibor 上升幅度很大，对资金净拆出行收益率有提升。工行数据显示，10 月 19 日加息后，货币市场上新投放债券收益率上升，贷款收益率也有提升，同时，也没有发现活期转定期现象发生，净息差略升。

同时，工行存款来源稳定，渠道广，10 月末活期存款占比 52.8%，比 9 月末进一步上升。三季度净息差 2.40%，上半年 2.37%，近期净息差比 9 月末仍有提升。

二、贷款投向：支持 6 个重点方向

从去年年度策略，我们就开始关注各行的贷款投向问题，中期调研和业绩发布会上，我们就注意到工行在贷款投向上的微妙变化。工行确定 6 个重点投放领域：前些年的在建项目、发改委制定规划的 7 个战略新兴产业、小企业（未来 5 年内每年增加 1400 亿元左右，今年前三季度增长 37.4%，2015 年达到 1.15 万亿）、个人贷款（消费贷款和个人金融贷款，个贷前三季度增速 52%）、区域重点（工行用 3-4 年支持 16 个重要的战略区域，从 09 年开始已实施 10 个，还有 6 个，目前 16 个重要区域贷款占信贷额度的 65%）、支持走出去的企业。

对于房地产贷款，依然是压缩态度，主要是政策不支持。对于房地产投资，1000 万套保障房将对投资产生带动作用，弥补商品房投资下滑。

工行年初制定了 9000 亿元的全年信贷计划，目前已基本完成，新的信贷需求要等到 2011 年初放款，需求依然旺盛。我们预计工行全年贷款增速 15.7%，2011 年贷款增速 12.21%。

三、贷款结息方式：对公中长期贷款按季结息

近期市场有传闻，银行将调整原来的中长期贷款结息方式，如原以年度结息的，改为半年度结息，我们认为这不会影响银行的会计利润，但市场担心信贷风险增加违约率。我们了解工行的中长期贷款结息方式是：对公贷款大多是季度结息，个人贷款每月结息。对其他银行中长期对公贷款结息暂无信息，但我们认为个别银行对中长期贷款结息方式的调整只是个别行为，不会引发系统性风险。

四、看好非息收入增长

作为渠道有显著优势的工行，非息收入增长保持强劲，10 月份非息收入增长 33%左右，其中投行业务、结算业务、理财和银行卡收入都在百亿以上，中间业务收入结构均衡，增长较快。银行卡业务前三季度增长 43%，对公理财增长 74%，结算增长 31%。我们认为，银保合作暂停不会对工行这样的大型银行产生影响。

五、分红率未来有微降的可能

工行 2007 年上市时承诺未来 3 年的分红率不低于 45%，目前已履行完毕。下一步，工行分红率将有下降，原因在于资本充足率需要，内生利润补充可提供资本充足率进而减少再融资，大股东也有愿望降低分红率。

六、盈利预测和估值

我们预计工行 2010 年净利润增长 19.3%，达到 1543 亿元，2011 年净利润增速 21.2%，达到 1870 亿元，对应的每股收益分别为 0.44 元（考虑配股）和 0.53 元，对应的 PE 分别为 9.67 和 7.98 倍，PB 分别是 1.81 和 1.60 倍。

表 1：工商银行盈利预测

资产负债表	2009	2010E	2011E	2012E	利润表	2009	2010E	2011E	2012E
现金及存放央行	1693048	1590786	1466470	1358937	净利息收入	245821	284234	331454	396362
存放同业和其它	157395	147888	136331	126334	手续费及佣金净收入	55147	74838	107098	112635
拆出资金	77906	73200	67480	62532	其他净收入	8105	1707	288	-124
证券投资	3599173	4591239	5833842	7177865	营业收入合计	309073	360779	438839	508873
买入返售金融资产	408826	384132	354113	328147	营业税金及附加	18157	21168	25749	29858
衍生金融资产	5758	6622	7549	8606	业务及管理费	101703	112643	140429	162839
发放贷款及垫款	5583174	6460205	7243857	8162571	资产减值损失	23219	29192	32715	36920
固定资产	93319	83390	80663	77344	营业支出合计	143079	163004	198892	229617
递延所得税资产	18696	21500	24510	27942	营业利润	165994	197776	239947	279256
无形资产	21947	19305	16466	13530	营业外收支净额	1254	1253	1252	1251
其他资产合计	125811	174544	218922	269425	拨备前利润	189213	227413	273203	316803
资产合计	11785053	13552811	15450204	17613233	利润总额	167248	199473	241740	281135
同业和其它金融机构存放	931010	901806	1028059	1188494	减：所得税	37898	45200	54778	63704
拆入资金	70624	63507	72399	99041	净利润	129350	154273	186963	217430
卖出回购金融资产款	36060	269110	311787	327425	归属于母公司的净利润	128599	153377	185877	216168
吸收存款	9771277	11139256	12698752	14476577	少数股东损益	751	896	1085	1262
应付债券	75000	35726	35726	35726	基本每股收益	0.39	0.44	0.53	0.62
其他负债合计	222148	319571	371480	428440	稀释每股收益	0.39	0.44	0.53	0.62
负债合计	11106119	12728977	14518202	16555702	财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
股本	334019	349050	349050	349050	成长性				
资本公积金	102156	134535	137815	141362	营收增长率	-0.1%	16.7%	21.6%	16.0%
盈余公积金	37484	52822	71409	93026	EBIT 增长率	15.0%	19.0%	21.6%	16.2%
未分配利润	117931	160619	199094	243838	净利润增长率	16.1%	19.3%	21.2%	16.3%
一般风险准备	84222	122790	169531	223889	盈利性				
少数股东权益	5041	5937	7022	8285	ROA	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%
股东权益合计	673893	817898	924980	1049246	ROE	18.9%	18.6%	19.9%	20.4%
现金流量表	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT 率	54.4%	55.5%	55.5%	55.6%
净利润	128599	153377	185877	216168	净息差	2.26%	2.39%	2.42%	2.52%
EBIT	168489	200480	243815	283201	成本收入比	32.9%	31.2%	32.0%	32.0%
NOPLAT	130310	155051	188567	219028	估值倍数				
资产准备	23219	29192	32715	36920	PE	11.04	9.67	7.98	6.86
折旧与摊销	11622	7983	8828	9134	P/S	4.59	4.11	3.38	2.91
来源	1955603	1622858	1789226	2037500	P/B	2.11	1.81	1.60	1.41
运用	2027399	1767758	1897394	2163029	股息收益率	3.88%	3.83%	5.53%	6.43%
自由现金流	70136	18134	89228	102634	EV/EBITDA	8.12	7.12	5.85	5.04

资料来源：宏源证券

分析师简介:

张继袖: 宏源证券研究所高级行业研究员, 南开大学会计学博士, 北京交通大学金融学博士后。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行、光大银行、农业银行

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglilie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。