

工商银行(601398)

公司研究/深度报告

推荐 维持评级

合理估值: 5.76—6.12 元

二次升级领跑行业，风险因素从容应对

—工商银行（601398）深度研究报告

民生精品---深度研究报告/银行业

2010 年 1 月 4 日

报告摘要:

● 二次升级的推进成为银行长期估值的核心决定因素

商业银行信贷增速每上升1个百分点会降低核心资本充足率1.6-3bps，单纯依靠信贷投放提高净利润增速的经营模式将无法维持。二次升级意义在于探索一条利润水平快速提升而不依靠资产规模无限扩张增长途径。的二次升级将成为决定估值水平和发展能力的核心因素。

● 工行中间业务收入占比高于行业8个百分点，预计中间业务收入5年内率先达30%

工商银行通过“内外并举”不断致力于收入结构和业务架构的整合优化，投资银行类、理财类业务的开展，金融市场部、票据中心、资产托管部和贵金属业务部分别成立了利润中心。通过全资或控股公司逐步涉足金融租赁、基金管理、保险和投资银行业务。预计未来五年内工商银行将继续保持年均2个百分点的中间业务占比增速，率先达到30%的中间业务占比。

● 平台贷款风险不足行业三分之一，拨贷比轻松达标。

根据我们的模型，未来四年工行平台贷款对信贷成本的影响年均5-10bps，仅为行业均值19-38bps的三分之一至四分之一。2010年工行拨贷比指标将轻松达标，2010年之后新增贷款拨贷比对业绩影响几乎为零。

● 合理估值5.76-6.12，尚存35%修复空间。

综合绝对估值和相对估值的估值结果，工商银行价值中枢为5.76-6.12元，估值修复空间35%以上。

盈利预测与财务指标

单位(亿元)	2009A	2010E	2011E	2012E
净利息收入	2458.21	3023.65	3529.54	3941.97
手续费及佣金	551.47	731.21	852.62	1112.84
其他收入	81.05	31.60	40.19	47.01
营业收入	3094.54	3786.46	4422.35	5101.82
营业税及附加	181.57	213.77	246.33	284.18
业务管理费	1017.03	1089.34	1314.96	1507.17
拨备前利润	1892.13	2480.73	2859.18	3308.60
净利润	1293.50	1693.05	1891.87	2201.07
每股净利润(元)	0.39	0.50	0.56	0.67
每股拨备前利润(元)	0.57	0.73	0.82	0.98
每股净资产(元)	2.02	2.35	2.69	3.06

资料来源: 民生证券研究所

民生证券研究所

分析师: 李锋

执业证号: S0100210070004

联系人: 李少君(行业专家)

电话: (8610)8512 7819

Email: lishaojun@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街28号
民生金融中心A座16层100005

一年该股与沪深300走势比较



交易数据(2010-12-31)

收盘价(元)	4.26
近12个月最高/最低	5.01/3.93
总股本(亿股)	3490.18
流通股本(百万股)	2622.25
流通股比例%	75.13
总市值(亿元)	14833.29
流通市值(亿元)	11144.54

相关研究

1. 《资本消耗现发展隐忧，二次升级成未来看点》2010.12.9

投资要点：

➤ 投资逻辑

- 1、二次升级成为决定商业银行发展模式的关键因素，发展模式决定了可持续发展路径，进而决定估值修复的幅度风险因素的释放决定商业银行短期业绩和估值修复的时点
- 2、工行将享受估值修复和业绩增长双轮驱动

➤ 有别于大众的认识

- 1、二次升级成为银行业估值的决定因素，银行业个股的选择应遵从“综合化”或者“专业化”经营优势的原则
- 2、在信贷扩张过程中较为激进的公司，其业绩将在信贷扩张周期之后逐步受风险因素侵蚀，而较为稳定的公司则将享受安全边际带来的估值和业绩双重收益。

目录

一、可持续增长凸显估值优势.....	4
（一）银行业：资本消耗困扰银行可持续发展.....	4
（二）工行：非息收入占比年增 2 个百分点.....	5
（三）国际化水平 5 年翻 2 番.....	7
（四）信贷增速低于大行平均增速 5.18 个百分点，资产质量有保障.....	8
二、存量风险无忧，增量风险明确.....	9
（一）未来四年平台贷款信用成本不足行业三分之一.....	9
（二）拨贷比轻松达标，影响几乎为零.....	10
（三）高风险行业逐渐退出，新市场提前布局.....	11
三、配股助力优势全面扩大.....	12
（一）传统优势明显.....	12
（二）配股保障三年发展.....	13
（三）四大转型战略全面推进，新增优势扩大.....	14
四、合理估值测算.....	14
（一）相对估值：5.5-6.4 元.....	14
（二）绝对估值：5.74-6.26 元.....	15
（二）估值中枢：5.76-6.12 元，修复空间 35%以上.....	16
（四）风险因素.....	16
插图目录.....	18
表格目录.....	18

一、可持续增长凸显估值优势

资本充足率要求已经成为限制商业银行可持续发展的瓶颈，综合化和专业化经营将成为商业银行的可持续发展路径。

(一) 银行业：资本消耗困扰银行可持续发展

1、1%贷款增速侵蚀 1.6-3bps 核心资本充足率，未来高速扩张隐忧显现

给定商业银行初始核心资本充足率为 9% 的起点：当商业银行资产扩张速度分别为 25%、20% 和 15% 时，其 10 年后核心资本充足率分别为 4.54%、5.53% 和 6.95%，年均下降 45bps、35bps 和 21bps，平均来看，1 个百分点的贷款规模增速会侵蚀资本充足率 1.6bps。

给定商业银行初始核心资本充足率为 12% 的起点：当商业银行资产扩张速度分别为 25%、20% 和 15% 时，其 10 年后核心资本充足率分别为 4.86%、6.01% 和 7.69%，年均下降 71bps、60bps 和 43bps，平均来看，1 个百分点的贷款规模增速会侵蚀资本充足率 3bps。

图 1：1% 贷款增速平均侵蚀资本金 3bps

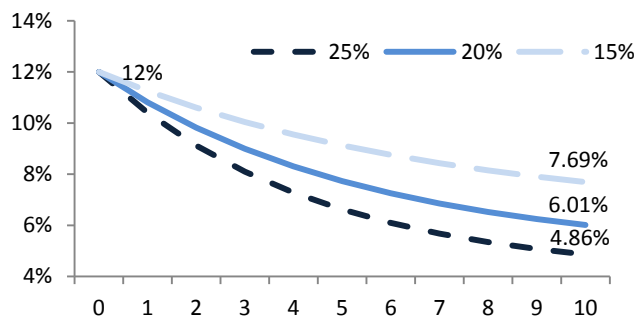
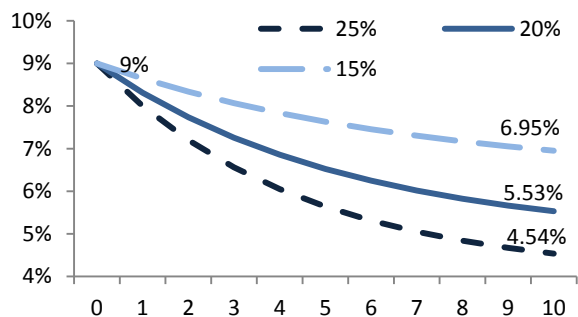


图 2：1% 贷款增速平均侵蚀资本金 1.6bps



贷款比例：60%，ROA：1%，且净利润增长速度等于贷款规模扩张速度。分析对象：三年后核心资本充足率（假设第 0 年分别为 12% 和 9%）

资料来源：Wind，民生证券研究所

2、综合化与专业化将成为二次升级主要路径

从商业银行的经营环境来看，利率自由化会推动净息差逐渐收敛，由此带来的直接结果是给定收入结构的条件下，贷款扩张增速对净利润增速的贡献将逐渐下降。核心资本充足率水平快速下滑。

在此背景下，商业银行的二次升级将成为决定其估值水平和发展能力的核心决定因素。二次升级的目的主要为探索一条资产规模温和扩张，利润水平快速提高的增长途径。

- 经营综合化。主要思路是拓展资本消耗较低的非息业务。在政策允许的范围内，逐渐拓展商业银行综合化经营的范围。将非息业务的链条从现有的清算结算、信用卡、（与贷款业务相关的）融资顾问等相关业务逐渐拓展，通过创设、并购等方式逐渐增加保险、信托、金融租赁、咨询顾问、证券投资等领域；
- 经营专业化。主要思路是信贷集约化，重点发展风险资产权重较低的贷款资产。考虑未来可能的政策扶植方向，加大消费贷款、个人按揭贷款、中小企业贷款、涉农贷款、新兴产业贷款以及涉及节能减排的绿色贷款等相关资产的配置，同时

通过资产转让等退出方式优化存量贷款的结构。

就我国银行业现状来看，众多银行已经纷纷开始进行二次升级布局。如四大行开始纷纷开展租赁、信托、个人消费金融等业务，中小型银行纷纷开展中小企业融资、绿色行业融资服务；二次升级的业务开展已经成为各上市公司发展战略的重点。

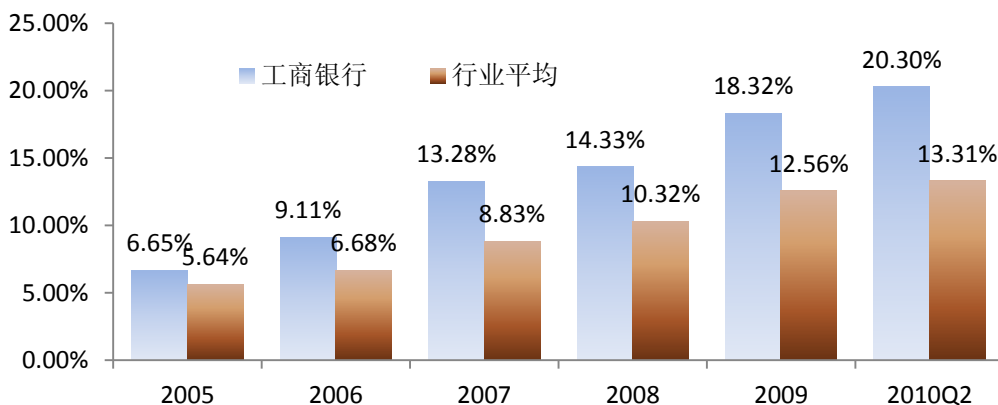
（二）工行：非息收入占比年增 2 个百分点

工行坚持转型发展的战略方针，大力发展低资本消耗的中间业务和新兴业务，积极推进经营结构调整和发展方式的转变。立足于满足客户日益多元化、个性化的金融需求，进一步发挥好渠道、科技和创新等方面的优势，加强境内外机构、多元化经营子公司间的协调联动，大力推进业务结构的多元化发展，在加快提高综合化服务水平的同时，促进了收入结构进一步趋向多元、稳定和均衡。2010 年上半年仅以 10.9% 的信贷增长支撑起了 27.6% 的净利润增长。

1、2010 年非息收入达 21%，高于行业平均 8 个百分点

工商银行多年来主动调整业务类型和收入结构，净手续费及佣金收入占比年均提高 2 个百分点，2010 年全年将达到 21%，超过行业平均 13.31% 的水平近 8 个百分点。

图 3：工商银行非息收入占比年均增长 2%，超行业平均水平近 8 个百分点



资料来源：公司公告，民生证券研究所

2、稳步推进综合化经营，预计非息收入 5 年内率先达 30%

工商银行通过“内外并举”不断致力于收入结构和业务架构的整合优化，预计未来五年内工商银行将继续保持年均 2 个百分点的中间业务占比增速，率先达到 30% 的中间业务占比。

内源发展：在原有的以结算、清算及现金管理和担保承诺等相关传统中间业务的基础上，工行加大对投资银行类、理财类业务的开展，投资银行业务年均增长超过 40%。2009 年，工商银行成立了资产管理部、贵金属业务部；2010 年，工行以金融市场部、票据中心、资产托管部和贵金属业务部分别成立了利润中心，进行独立核算。

表 1: 中间业务结构不断优化

	2010Q2	2009	2008
结算、清算及现金管理	24.44%	24.71%	27.83%
投资银行	22.19%	21.24%	17.19%
个人理财及私人银行	18.35%	20.42%	22.11%
银行卡	15.84%	15.93%	15.41%
对公理财	8.80%	7.52%	5.97%
担保及承诺	3.89%	4.06%	3.96%
资产托管	3.84%	3.75%	4.42%
代理收付及委托	1.34%	1.49%	1.62%
其他	1.32%	0.88%	1.49%

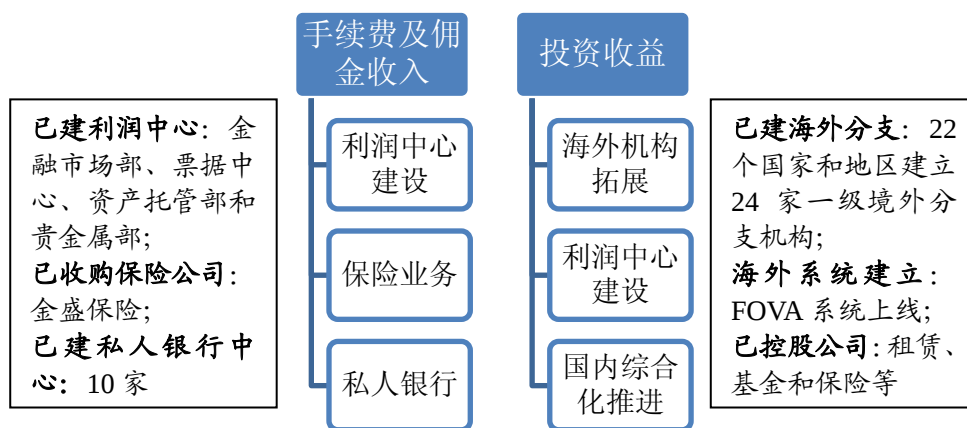
资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

外部整合: 在大力发展投资银行业务的同时, 不断探索综合化经营模式。通过工银租赁、工银瑞信、金盛保险、工商东亚等全资或控股公司逐步涉足金融租赁、基金管理、保险和投资银行业务。

图 4: 工行综合化经营逐步推进


资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

对于资产管理部、投资银行部和信用卡中心等相关非信贷部门, 预计未来也将进行改革。业务条线的清晰化、纵深化发展, 预计促进非息业务收入占比年均增长 2 个百分点。

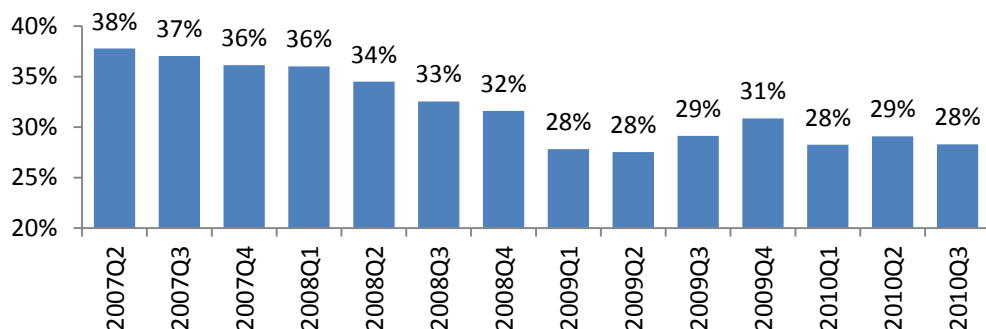
图 5: 双管齐下, 全面布局非息业务增长


资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

3、积极开拓投资，未来五年投资收入占比逐年上升 1 个百分点

(1) 受信贷扩张冲击，证券投资比重下降

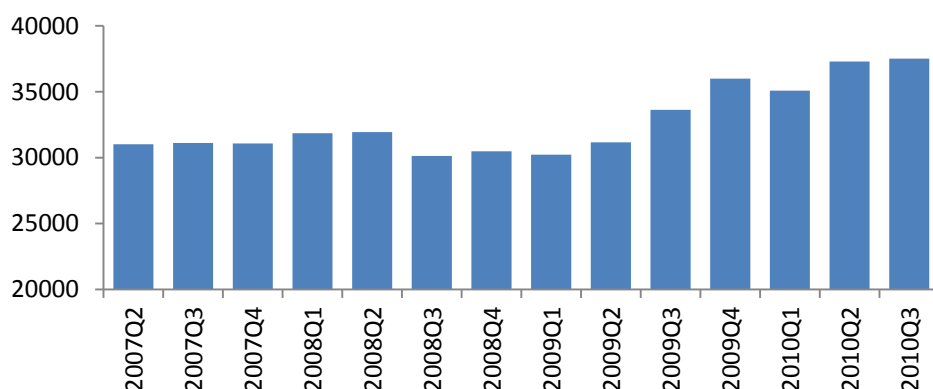
图 6：受信贷扩张冲击，证券投资资产比重年均下降 3%



资料来源：公司网站，民生证券研究所

受信贷扩张冲击，证券投资类资产的比重三年内降低了 10 个百分点。但是，信贷扩张周期之后，工行已经开始悄然调整资产配置结构。

图 7：证券投资收入将逐渐上升



资料来源：公司网站，民生证券研究所

预计在信贷政策逐渐回归常态后，工行证券投资的比重将逐渐上升，预计在未来五年内贷款净利息收入与证券投资收入的比例由现阶段的 3:1 下降为 2:1。

(三) 国际化水平 5 年翻 2 番

2006 年以来，工行不断拓展国际化战略。2010 年以来，国际化战略逐步加速：

- 亚洲：河内分行、马来西亚子行、阿布扎比分行、泰国 ACL 银行、马来西亚子行、越南河内分行；
- 美洲：加拿大东亚银行；
- 欧洲：米兰、马德里、巴黎、布鲁塞尔分行顺利完成境外监管审批。

截止 2010 年二季度，工商银行海外利润占总利润约 3%，预计未来五年该比例将提高

至 10%，提供了净利润的新增长点。

图 8：工行国际化经营逐步推进



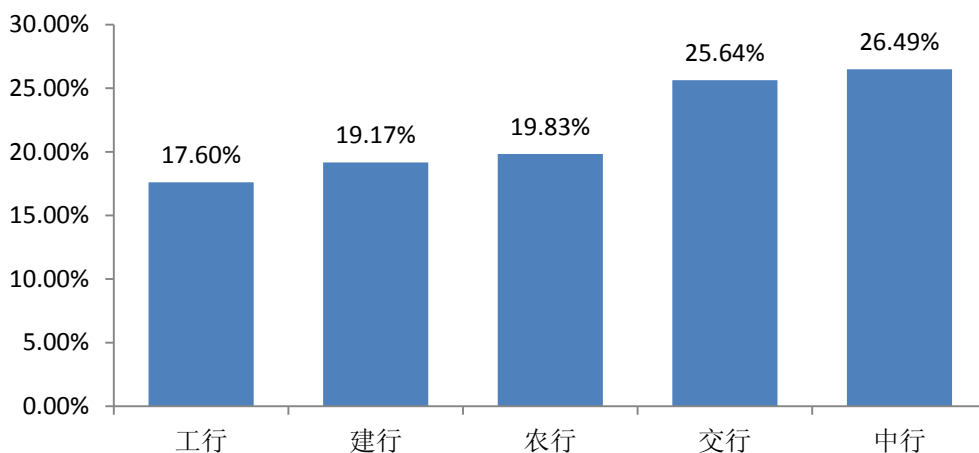
工商银行始终坚持新兴与成熟市场、申设与收购并举的境外机构布局战略，截至 6 月底，已在全球 22 个国家和地区设立了 181 家分支机构，跨越亚、非、欧、美、澳五大洲。

资料来源：公司公告，民生证券研究所

（四）信贷增速低于大行平均增速 5.18 个百分点，资产质量有保障

在 2008-2009 年的信贷扩张周期中，工商银行坚持稳中取胜的战略，稳步扩大信贷资产，截止 2010 年三季度，平均贷款增速为 17.6%，显著低于建行、中行、农行和交行。

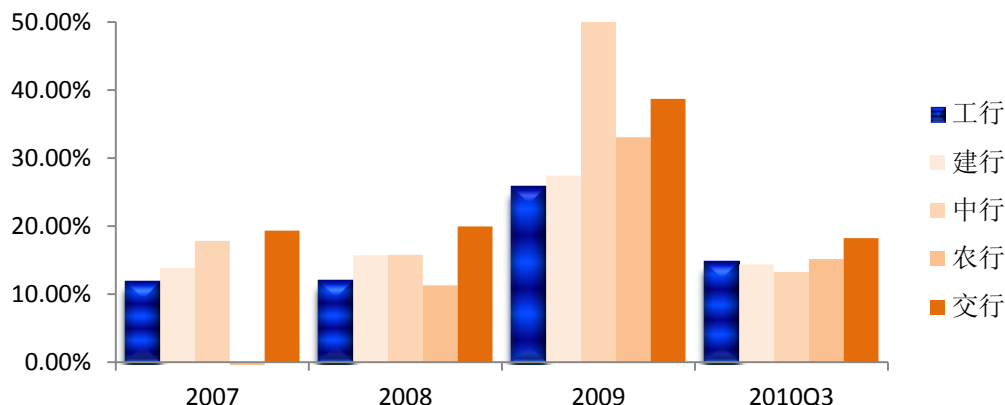
图 9：工行贷款扩张速度显著低于其他大行



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究所

贷款资产扩张速度较低的背后是严格的信贷政策。具体说来包括：两高一资行业的逐步退出和平台贷款的名单制管理等。平稳的贷款增长速度使得信贷扩张周期之后工行的信贷资产质量得到保障。

图 10: 工商银行贷款扩张“稳”字当先, 贷款增速低于可比公司



资料来源: Wind, 公司网站, 民生证券研究所

二、存量风险无忧, 增量风险明确

(一) 未来四年平台贷款信用成本不足行业三分之一

1、行业: 未来四年年均信贷成本上升 19-38bps

从动态角度来看, 由于贷款的风险暴露将集中在 2011 年和 2012 年, 各行地方政府融资平台类贷款的风险释放仍有待观察。根据现有统计数据, 假定存在问题的贷款比例占总贷款规模的 15%(存在下修空间), 在未来两年内贷款违约的概率(PD)分布在 5%到 30%, 给定损失比例(LGD)在 10%到 60%, 在未来四年内该类贷款的信用成本集中分布在 0.75%到 1.5%之间, 年均信贷成本为 19bps 到 38bps。

表 2: 地方政府融资平台风信贷成本测算

PD	LGD					
	60%	50%	40%	30%	20%	10%
30%	2.70%	2.25%	1.80%	1.35%	0.90%	0.45%
25%	2.25%	1.88%	1.50%	1.13%	0.75%	0.38%
20%	1.80%	1.50%	1.20%	0.90%	0.60%	0.30%
15%	1.35%	1.13%	0.90%	0.68%	0.45%	0.23%
10%	0.90%	0.75%	0.60%	0.45%	0.30%	0.15%
5%	0.45%	0.38%	0.30%	0.23%	0.15%	0.08%

资料来源: 民生证券研究所

2、工行: 未来四年年均信贷成本上升 5-10 bps, 不足行业均值三分之一

公开数据显示, 工商银行超过 90%的贷款主体为省市级平台, 且放款采用名单制管理, 在提高主体准入门槛的同时有效地控制了平台贷款风险。

根据我们的模型, 未来四年工行平台贷款对信贷成本的影响年均 5-10bps, 仅为行业均值 19-38bps 的三分之一至四分之一。

表 3: 工行平台贷款 4 年内累计损失 20-42bps

PD	LGD						
	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%
20%	0.96%	0.84%	0.72%	0.60%	0.48%	0.36%	0.24%
17%	0.82%	0.71%	0.61%	0.51%	0.41%	0.31%	0.20%
14%	0.67%	0.59%	0.50%	0.42%	0.34%	0.25%	0.17%
11%	0.53%	0.46%	0.40%	0.33%	0.26%	0.20%	0.13%
8%	0.38%	0.34%	0.29%	0.24%	0.19%	0.14%	0.10%
5%	0.24%	0.21%	0.18%	0.15%	0.12%	0.09%	0.06%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

表 4: 各行地方政府融资平台概况

	余额 (亿元)	半覆盖及无覆盖	余额占比	不良率
工商银行	8300	15.00%	12.00%	0.02%
建设银行	7186	20.00%	13.30%	
中国银行	5350		9.60%	
交通银行	1800		8.30%	
兴业银行	1400		17.00%	
招商银行	1300	1.77%	10%	
南京银行	100		12.50%	
宁波银行	56		5.90%	
民生银行	1905	14.00%	19.20%	
中信银行	2000		16.70%	0.60%
光大银行				0.03%

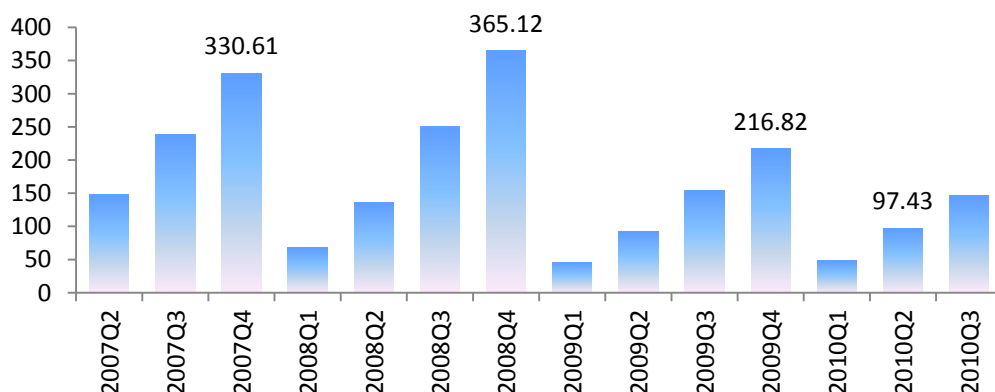
资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

(二) 拨贷比轻松达标, 影响几乎为零

1、拨贷比指标 2010 年轻松达标

工商银行截止 2010 年三季度拨贷比已达 2.42%, 居行业第四, 距离监管机构要求 2.5% 仅一步之遥。2010 年四季度拨备仅需计提 52.3 亿。该行 2007-2010 年均拨备计提额为 278 亿, 本年如欲达 2.5% 的拨贷比, 全年仅需计提拨备 200 亿。

图 11: 拨贷比对工行 2010 年业绩几无影响



资料来源: Wind, 公司网站, 民生证券研究所

表 5: 工商银行拨贷比压力较小

	2009	2010Q2	2010Q3
农业银行	3.07	3.16	3.32
华夏银行	2.5	2.48	2.48
建设银行	2.64	2.5	2.43
工商银行	2.53	2.39	2.42
光大银行	2.43	2.26	2.31
中国银行	2.3	2.26	2.19
南京银行	2.12	2.14	2.18
交通银行	2.05	1.97	2.05
民生银行	1.73	1.81	1.95
招商银行	n.a	n.a	1.95
北京银行	2.2	1.94	1.91
浦发银行	1.97	1.87	1.85
深发展 A	1.1	1.37	1.45
中信银行	1.42	1.38	1.43
兴业银行	1.38	1.37	1.38
宁波银行	1.34	1.28	1.28

资料来源: Wind, 公司公告, 民生证券研究所

2、未来影响可以忽略

表 6: 2010 年后新增贷款动态拨备需求对工行影响可以忽略

信用成本	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
30bps	2.50%	2.47%	2.45%	2.43%	2.41%	2.40%	2.39%	2.38%	2.37%	2.36%	2.35%
35bps	2.50%	2.52%	2.54%	2.56%	2.58%	2.59%	2.60%	2.61%	2.62%	2.63%	2.64%
40bps	2.50%	2.57%	2.64%	2.69%	2.74%	2.78%	2.82%	2.85%	2.88%	2.91%	2.93%
45bps	2.50%	2.62%	2.73%	2.83%	2.91%	2.98%	3.04%	3.09%	3.14%	3.18%	3.22%
50bps	2.50%	2.67%	2.83%	2.96%	3.07%	3.17%	3.26%	3.33%	3.40%	3.45%	3.50%
55bps	2.50%	2.72%	2.92%	3.09%	3.24%	3.36%	3.47%	3.57%	3.66%	3.73%	3.79%
60bps	2.50%	2.77%	3.01%	3.22%	3.40%	3.56%	3.69%	3.81%	3.91%	4.00%	4.08%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

在工商银行 2012 年满足 2.5% 的拨贷比要求之后, 在信用成本高于 35bps 的条件下, 动态拨备 2.5% 要求对工行后续拨备计提要求可以忽略。

工行近三年的平均信用成本均高于 35bps, 由此, 动态拨备 2.5% 的监管指标对 2010 年之后工行业绩影响可以忽略。

(三) 高风险行业逐渐退出, 新市场提前布局

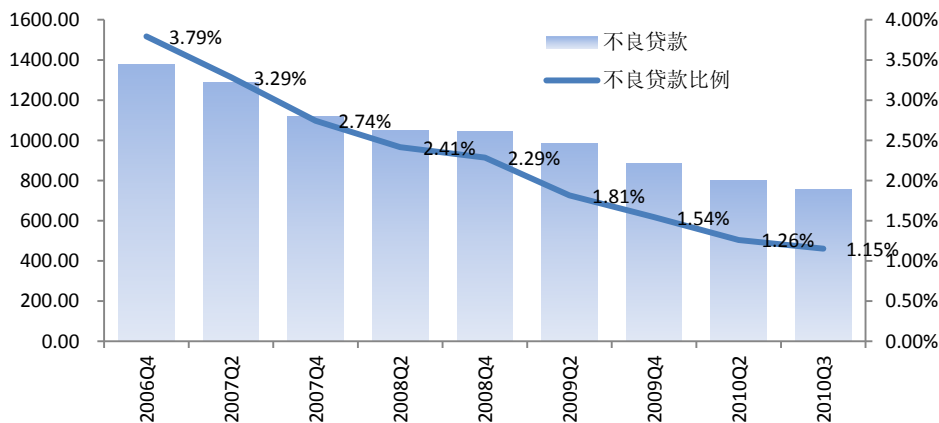
1、清收处置加退出转让, 高风险行业贷款质量提升

2009 年以来, 重点加强了地方政府融资平台贷款、房地产贷款及“两高一剩”行业贷款风险的防范化解工作, 加快不良贷款清收处置和潜在风险贷款退出转化步伐。

更加关注经济运行逐渐进入常态化, 以及经济发展方式加快转变过程中各类风险的防控, 前瞻性抓好地方政府融资平台、房地产、产业结构调整等领域信贷风险的防范工作,

保证了信贷资产质量的稳定和风险的可控。认真落实各项新的监管法规,进一步强化了信贷基础管理工作。

图 12: 加大资产质量管理力度, 资产质量稳步提高

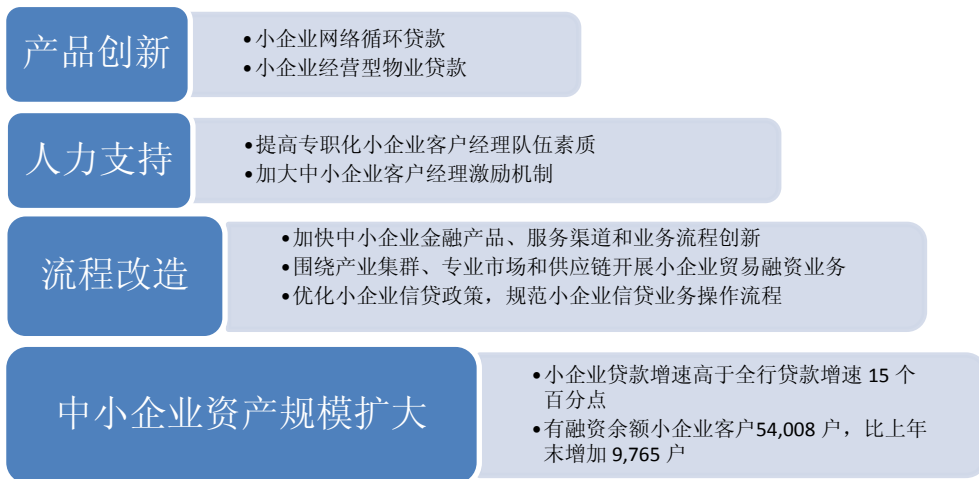


资料来源: Wind, 公司网站, 民生证券研究所

2、“大-中-小”客户梯度有序, “传统-新兴市场”持续发展

倍加重视发展小企业信贷、个人类贷款和贸易融资业务, 积极抢抓国家重点规划区域、战略性新兴产业、中资企业“走出去”中的机遇。

图 13: 小企业贷款高于全行贷款增速 15 个百分点



资料来源: Wind, 公司网站, 民生证券研究所

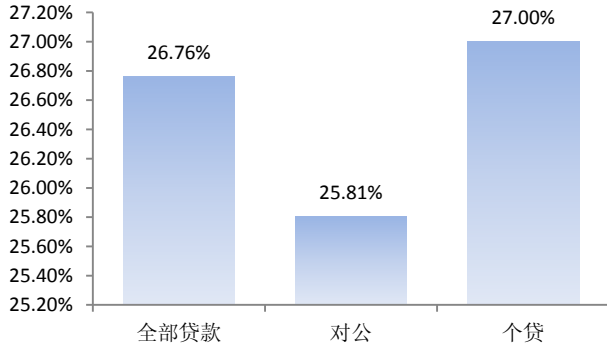
三、配股助力优势全面扩大

(一) 传统优势明显

- 贷款总额、对公贷款和个人单款业务分别占五大行总额的 26.76%、25.81% 和 27.00%。

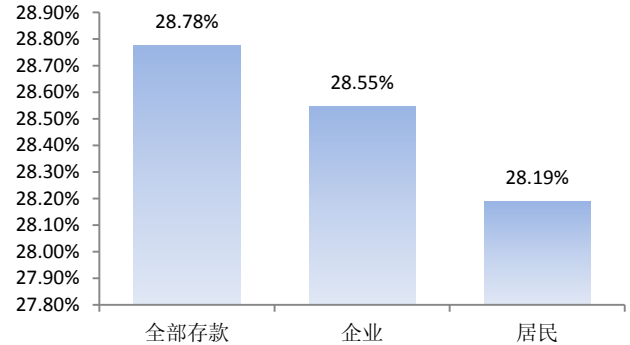
➤ 存款总额、企业存款和居民存款分别占五大行总额的 27.78%、28.55% 和 28.19%。

图 14: 工商贷款业务占五大行比例



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 15: 工行存款业务占五大行比例

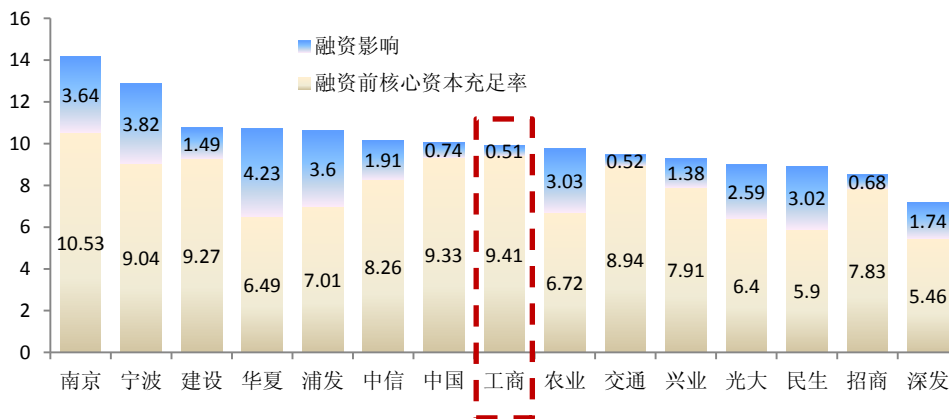


资料来源: Wind, 民生证券研究所

(二) 配股保障三年发展

2010 年工行完成了 A+H 的配股计划, 配股完成后工行核心资本充足率将达 10% 左右, 即使考虑到“系统重要性”银行更加严格的资本充足率要求, 据我们测算, 在未来三年内工行将无新的融资需求。

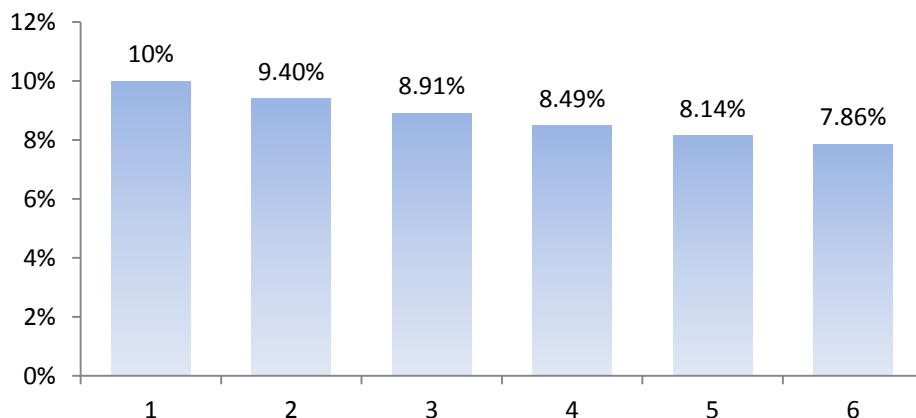
图 16: 新一轮融资结束后, 核心资本充足率进一步提高



资料来源: Wind, 公司网站, 民生证券研究所

工行在 2010 年经过 A+H 股配股再融资后, 其核心资本充足率将达到 10%, 根据我们的模型测算, 将能保障工行在未来 3-4 年内的业务发展。

图 17: 再融资结束后 3-4 年资本充足率无忧



资料来源: Wind, 公司网站, 民生证券研究所

(三) 四大转型战略全面推进, 新增优势扩大

较高的资本充足率和核心资本充足率要求能够支持工行在未来三年内的四大战略转型:

- 收入结构转型
- 资产配置结构转型
- 国际化战略转型
- 城乡发展战略转型

四、合理估值测算

(一) 相对估值: 5.5-6.4 元

表 7: 工商银行盈利预测

	2009E	2010E	2011E	2012E
每股净利润(元)	0.39	0.50	0.56	0.64
每股净资产(元)	2.02	2.35	2.69	3.06

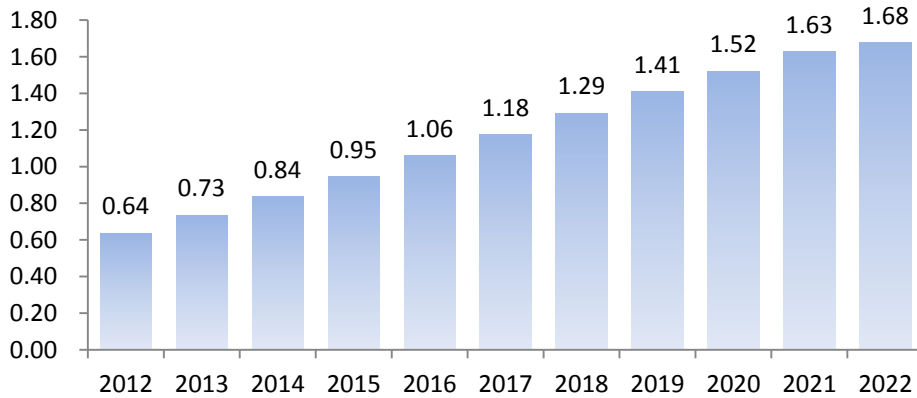
资料来源: 民生证券研究所

根据银行业历史平均 PE 水平,我们认为工商银行基于 2012 年收益的合理 PE 为 9-10X, 其对应的合理价值为 5.76-6.4 元;

根据银行业历史平均 PB 水平,我们认为工商银行基于 2010 年每股净资产的合理 PB 为 1.8-2X, 其对应的合理价值为 5.5-6.12 元

(二) 绝对估值: 5.74-6.26 元

图 18: DDM 估值的 EPS 假设



资料来源: Wind, 公司网站, 民生证券研究所

我们采用三阶段模型, 对公司进行 DDM 估值。假设公司发展较快的显性期在 2011 年 2015 年, 期间收入的复合增长率 15% 左右, 以后进入半显性期; 进入永续阶段后的增长率为 3%。其他假设包括:

- 贝塔值 (β): 0.87
- 无风险利率(R_f): 3%
- 风险溢价($R_m - R_f$): 9.3%
- 法定所得税率: 25.00%

DDM 方法测算出公司合理价值为 5.99 元。敏感性分析结果提示, 公司的价值区间为 5.74-6.26 元。

以下为 DDM 估值方法的敏感性分析表。

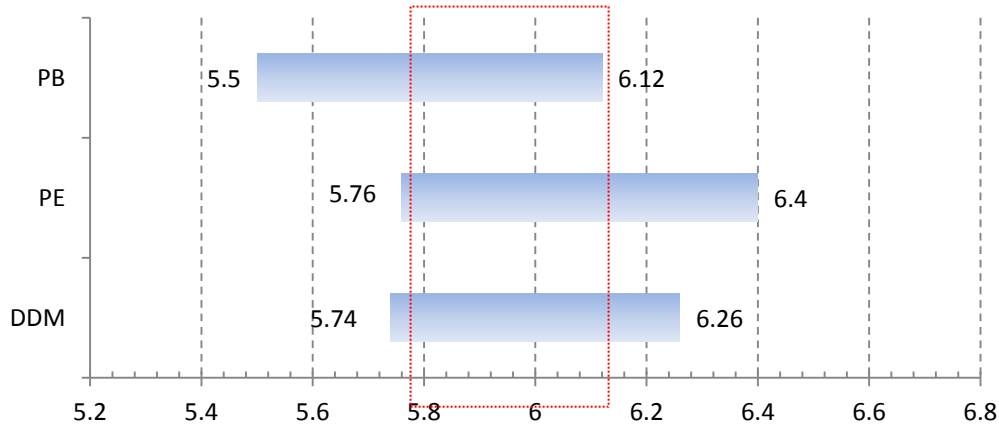
表 8: 工商银行 DDM 估值敏感性分析表

贴现率	永续增长率										
	2.0%	2.2%	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%	3.2%	3.4%	3.6%	3.8%	4.0%
12.0%	4.95	5.00	5.06	5.12	5.18	5.24	5.31	5.38	5.45	5.53	5.61
11.8%	5.07	5.12	5.18	5.24	5.31	5.38	5.45	5.52	5.60	5.68	5.77
11.6%	5.19	5.25	5.31	5.38	5.45	5.52	5.59	5.67	5.76	5.84	5.94
11.4%	5.32	5.38	5.45	5.52	5.59	5.67	5.75	5.83	5.92	6.02	6.12
11.2%	5.45	5.52	5.59	5.67	5.74	5.83	5.91	6.00	6.10	6.20	6.30
11.0%	5.59	5.67	5.74	5.82	5.91	5.99	6.08	6.18	6.28	6.39	6.50
10.8%	5.74	5.82	5.90	5.98	6.07	6.17	6.26	6.37	6.48	6.59	6.72
10.6%	5.90	5.98	6.07	6.16	6.25	6.35	6.46	6.57	6.68	6.81	6.94
10.4%	6.06	6.15	6.24	6.34	6.44	6.54	6.66	6.78	6.90	7.04	7.18
10.2%	6.23	6.32	6.42	6.53	6.63	6.75	6.87	7.00	7.14	7.28	7.43

资料来源: 民生证券研究所

(二) 估值中枢: 5.76-6.12 元, 修复空间 35%以上

图 19: 三种估值方法显示工行合理价值为 5.5-6.4 元, 价值中枢为 5.76-6.12



资料来源: Wind, 公司网站, 民生证券研究所

综合绝对估值和相对估值的估值结果, 工商银行价值中枢为 5.76-6.12 元, 估值修复空间 35%以上。

(四) 风险因素

以下几大风险因素或将对工行的估值水平产生重大影响:

- 宏观经济严重超预期波动
- 货币、财政政策严厉程度超预期
- 房地产价格下跌严重超出预期

公司财务报表数据预测汇总

人民币亿元	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
利润表					规模驱动				
净利息收入	2458.21	3023.65	3529.54	3941.97	生息资产增速	22.81%	17.30%	15.19%	14.25%
手续费及佣金	551.47	731.21	852.62	1112.84	计息负债增速	22.17%	17.54%	15.36%	14.41%
其他收入	81.05	31.60	40.19	47.01	存款增速	18.82%	18.93%	14.74%	13.64%
营业收入	3094.54	3786.46	4422.35	5101.82	同业负债增速	59.42%	2.44%	21.55%	21.55%
营业税及附加	181.57	213.77	246.33	284.18	股东权益增速	11.83%	16.34%	14.74%	13.64%
业务管理费	1017.03	1089.34	1394.96	1607.17	收入增长				
拨备前利润	1892.13	2480.73	2779.18	3208.60	净利润增速	16.37%	30.89%	11.74%	16.34%
计提拨备	232.19	279.41	314.91	340.14	拨备前利润增速	-4.95%	31.11%	15.26%	15.72%
税前利润	1672.48	2209.02	2473.03	2877.22	税前利润增速	15.10%	32.08%	11.95%	16.34%
所得税	378.98	515.97	581.16	676.15	营业收入增速	-0.10%	22.36%	16.79%	15.36%
净利润	1293.50	1693.05	1891.87	2201.07	净利息收入增速	-6.55%	23.00%	16.73%	11.69%
资产负债表					手续费及佣金增速	25.33%	32.59%	16.60%	30.52%
贷款总额	57286.26	68417.39	78810.32	90044.21	营业费用增速	8.62%	8.59%	19.72%	14.72%
同业资产	6441.27	7525.91	8669.14	9904.86	存款结构				
证券投资	35991.73	46946.19	54140.88	61956.03	活期	51.41%	51.00%	52.75%	53.75%
生息资产	116649.74	136834.77	157620.65	180088.43	定期	47.19%	47.54%	45.79%	44.79%
非生息资产	2655.31	3284.48	3783.41	4322.70	其他	1.40%	1.46%	1.46%	1.46%
总资产	117850.53	138477.95	159513.43	182251.01	贷款结构				
客户存款	97712.77	116210.68	133335.87	151527.70	企业贷款(不含贴现)	57.16%	56.25%	55.52%	54.76%
其他计息负债	11141.66	11736.82	14266.17	17340.62	个人贷款	21.46%	24.00%	25.50%	25.50%
非计息负债	2206.76	2631.60	2848.53	3083.34	每股指标				
总负债	111061.19	130579.09	150450.57	171951.66	每股净利润(元)	0.39	0.50	0.56	0.67
股东权益	6789.34	7898.85	9062.85	10299.35	每股拨备前利润(元)	0.57	0.73	0.82	0.98
盈利能力					每股净资产(元)	2.02	2.35	2.69	3.06
ROAA	1.20%	1.33%	1.29%	1.34%	每股总资产(元)	35.28	41.46	47.76	54.56
ROAE	20.12%	22.93%	22.28%	23.01%	P/E	11.01	8.45	7.53	6.32
息差指标					P/PPOP	7.48	5.81	5.18	4.35
净息差(NIM)	2.23%	2.36%	2.37%	2.39%	P/B	2.10	1.81	1.57	1.39
净利差(Spread)	2.13%	2.28%	2.29%	2.29%	P/A	0.12	0.10	0.09	0.08

资料来源：民生证券研究

插图目录

图 1: 1%贷款增速平均侵蚀资本金 3bps.....	4
图 2: 1%贷款增速平均侵蚀资本金 1.6bps.....	4
图 3: 工商银行非息收入占比年均增长 2%，超行业平均水平近 8 个百分点.....	5
图 4: 工行综合化经营逐步推进.....	6
图 5: 双管齐下，全面布局非息业务增长.....	6
图 6: 受信贷扩张冲击，证券投资资产比重年均下降 3%.....	7
图 7: 证券投资收入将逐渐上升.....	7
图 8: 工行国际化经营逐步推进.....	8
图 9: 工行贷款扩张速度显著低于其他大行.....	8
图 10: 工商银行贷款扩张“稳”字当先，贷款增速低于可比公司.....	9
图 11: 拨贷比对工行 2010 年业绩几无影响.....	10
图 12: 加大资产质量管理力度，资产质量稳步提高.....	12
图 13: 小企业贷款高于全行贷款增速 15 个百分点.....	12
图 14: 工商贷款业务占五大行比例.....	13
图 15: 工行存款业务占五大行比例.....	13
图 16: 新一轮融资结束后，核心资本充足率进一步提高.....	13
图 17: 再融资结束后 3-4 年资本充足率无忧.....	14
图 18: DDM 估值的 EPS 假设.....	15
图 19: 三种估值方法显示工行合理价值为 5.5-6.4 元，价值中枢为 5.76-6.12.....	16

表格目录

表 1: 中间业务结构不断优化.....	6
表 2: 地方政府融资平台风信贷成本测算.....	9
表 3: 工行平台贷款 4 年内累计损失 20-42bps.....	10
表 4: 各行地方政府融资平台概况.....	10
表 5: 工商银行拨贷比压力较小.....	11
表 6: 2010 年后新增贷款动态拨备需求对工行影响可以忽略.....	11
表 7: 工商银行盈利预测.....	14
表 8: 工商银行 DDM 估值敏感性分析表.....	15

分析师与行业专家简介

李锋，研究所所长。

李少君，行业专家，中国人民大学金融学学士、硕士和博士。2010 年加入民生证券研究所，曾供职于中国工商银行总行研究所，从事银行业分析两年以上，对行业有较深入的见解和认识，擅长宏观经济分析、金融建模、资产定价理论与投资组合理论。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	18601357268	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	Libeiduo@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。