

工商银行(601398)

公司研究/简评报告

推荐 维持评级

合理估值: 5.76—6.12 元

个金全面发展, 信贷结构调整

—工商银行零售及信贷业务投资者交流会点评

民生精品---简评报告/银行业

2010 年 1 月 13 日

一、事件概述

工商银行 2011 年 1 月 12 日就零售及信贷业务举行了投资者专题交流会。董事会秘书胡浩、信贷业务总监刘子刚、个人金融业务总监李卫平和私人银行业务总监张琪分别就信贷业务(包括中小企业业务)、个人金融业务和私人银行业务发展的相关问题进行了介绍,并回答了投资者的提问。

二、会议主要内容

- 1、2010 年末平台贷款 8063 亿,较三季末下降 267 亿,不良 1.36 亿,不良率 0.22%。

110 号文影响不大:按照银监会 110 号文对平台贷款分类和拨备计提标准,工行正在进行贷款的统计和审查,但总体看来该文件对资产质量、拨备等不会产生较大影响。**平台贷款状态好:**工行严格按照三条原则对存量平台贷款进行了逐一解包评估:借款主体合法合规、项目具有合法审批手续、稳定充足有保障的还款来源。**不良为 2003 年之前发放,净额下降缘于贷款到期和部分提前还款。**

- 2、中小企业贷款 2010 年末突破 50%,小企业贷款 2015 年目标 1.1 万亿

发展迅速:2010 年新增小企业贷款 1550 亿,余额超过 4600 亿元,增速超过 50%,管理层希望在 2015 年将小企业贷款规模扩大至 1.1 万亿;中小企业贷款突破 3 万亿元,占公司类贷款比例超过 50%。

收益较高:银行对小企业定价能力不断增强,2010 年利率平均为 8.3%。**不良低:**目前小企业贷款不良率仅为 0.87%,贷款质量较高,风险可控。**支持力度大:**全行配备近万名客户经理开展对小企业贷款的营销,小企业专营机构超过 1200 个。

- 3、差额准备金措施负面影响可控,正面影响值得期待。

稳健文化,贷款增速平稳,负面影响小:工行秉承稳健的企业文化,不可以追求较高的贷款增速换取净利润扩张,由此差额存款准备金对公司的负面影响较小。**贷存比低,准备金无瓶颈:**工行 2010 年底贷存比约为 58%,是全球存款最多,流动性最强的银行,上调存款准备金并不会影响到工行贷款的释放能力。**差额准备金政策通过银行间利率对工行产生正面影响:**预计差额准备金政策实施将有助于推动银行间市场利率的上行,工行可通过加大同业资产配置提升资产收益水平,由此,该政策对工行的正面影响值得关注。

民生证券研究所

分析师: 李锋

执业证书编号: S0100210070004

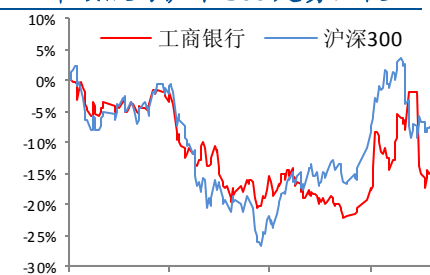
联系人: 李少君(行业专家)

电话: (8610)85127819

 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 (2010-1-12)

收盘价(元)	4.84
近 12 个月最高/最低	5.76/4.35
总股本(亿股)	3490.2
流通股本(亿股)	3490.2
流通股比例%	100
总市值(亿元)	15007.75
流通市值(亿元)	11275.65

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
- 2.《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》2011.1.4

4、2010 年房地产贷款不良规模和比率双下降

四年来名单准入控风险：2007 年以来公司就开始对房地产行业贷款实行名单准入制，全国 6.6 万余家房地产公司，仅选出四千余家进行放款准入。

5、强化贷款行业配置，“两高一剩”行业控制到户

通过对“两高一剩”行业加强信贷准入门槛，逐步降低相关行业贷款的配置力度，同时，通过先进的 IT 系统，对两高一剩行业贷款控制到户，对资金和经营情况及时掌控。

6、2010 年私人银行盈利 7000 万，目标为市场份额超过 10%

两年来发展迅速：2010 年资产达 3500 亿，较 2009 年增加 4.7 倍，收入是 09 年的 7.5 倍。

7、2010 年零售业务收入 1227 亿，贡献近 40%

收入增长快：2010 零售业务收入 1227 亿，对总营业收入贡献近 40%，其中中间业务收入 345 亿，对总中间业务收入占比贡献超 40%，收入较上年增长约 37%。

8、2010 年个贷业务存量超 1.5 万亿，利息收入 675.6 亿，增长 43%。

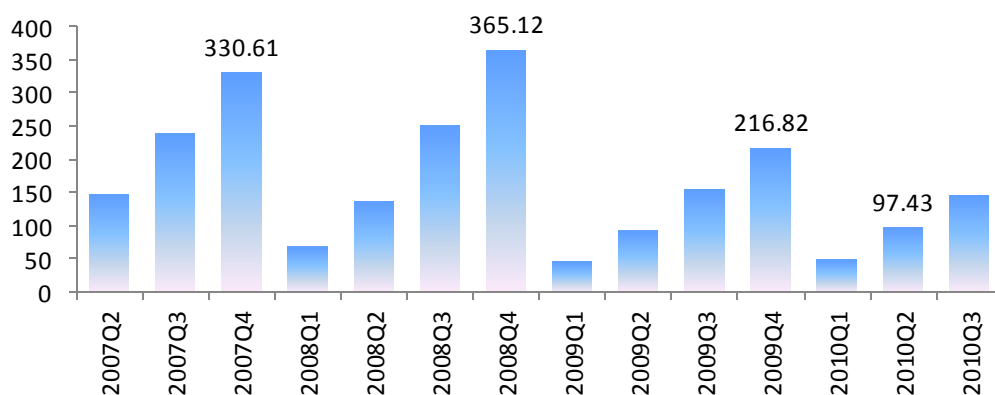
非息收入涨 5 倍：零售非息收入 22.8 亿，较上年增长 504%；**个贷比重提高：**10 年个贷比重为 24.8%，较上年提高 2.8 个百分点。

三、我们的分析与判断

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 1：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

2、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

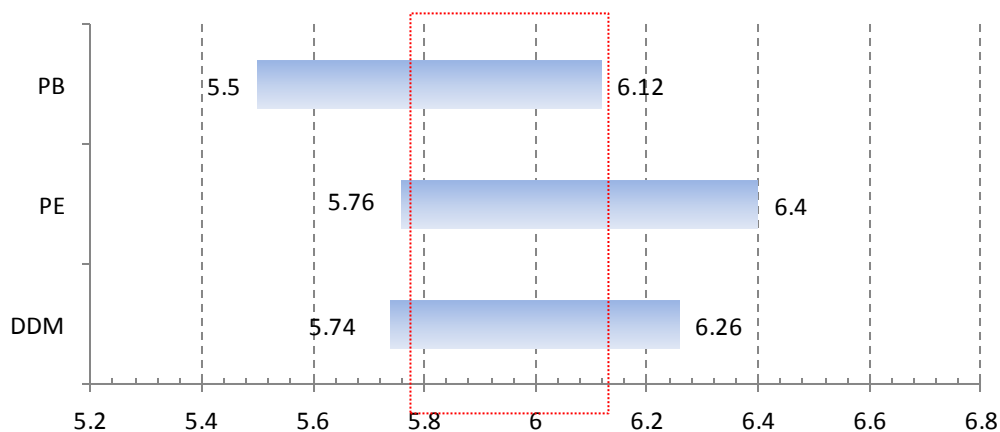
型:

- 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

3、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。

图 2：三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

公司财务报表数据预测汇总

人民币亿元	2009E	2010E	2011E	2012E
利润表				
净利息收入	2458.21	2995.40	3551.16	3943.22
手续费及佣金	551.47	734.74	898.42	1177.65
营业收入	3094.54	3761.74	4489.77	5167.88
业务管理费	1017.03	1090.77	1300.25	1482.17
拨备前利润	1892.13	2455.97	2937.56	3395.97
计提拨备	232.19	279.57	393.29	437.69
税前利润	1672.48	2184.10	2553.03	2967.04
所得税	378.98	510.11	599.96	697.25
净利润	1293.50	1673.99	1953.07	2269.79
资产负债表				
贷款总额	57286.26	68713.09	77894.80	89003.78
同业资产	6441.27	7709.61	8911.17	10182.03
证券投资	35991.73	39019.39	45155.42	51167.19
总资产	117850.53	139076.45	157660.39	180145.16
客户存款	97712.77	116210.68	130796.14	148641.45
总负债	111061.19	130579.09	147910.84	169065.42
股东权益	6789.34	8497.35	9749.55	11079.74
每股指标				
每股净利润(元)	0.39	0.48	0.56	0.65
每股净资产(元)	2.02	2.42	2.77	3.15
每股总资产(元)	35.28	39.85	45.17	51.61
P/E	11.01	8.88	7.62	6.55
P/B	2.10	1.75	1.53	1.35
盈利能力				
ROAA	1.20%	1.30%	1.32%	1.34%
ROAE	20.12%	21.90%	21.41%	21.79%
拨备前利润率	1.76%	1.91%	1.98%	2.01%

资料来源：民生证券研究

	2009E	2010E	2011E	2012E
收入增长				
净利润增速	16.37%	29.42%	16.67%	16.22%
拨备前利润增速	-4.95%	29.80%	19.61%	15.61%
税前利润增速	15.10%	30.59%	16.89%	16.22%
营业收入增速	-0.10%	21.56%	19.35%	15.10%
净利息收入增速	-6.55%	21.85%	18.55%	11.04%
手续费及佣金增速	25.33%	33.23%	22.28%	31.08%
营业费用增速	8.62%	8.60%	18.87%	14.15%
规模增长				
生息资产增速	22.81%	17.81%	13.36%	14.26%
贷款增速	29.45%	17.55%	13.36%	14.26%
同业资产增速	94.10%	19.69%	15.59%	14.26%
证券投资增速	18.07%	8.41%	15.73%	13.31%
其他资产增速	6.88%	24.23%	13.36%	14.26%
计息负债增速	22.17%	17.54%	13.38%	14.42%
存款增速	18.82%	18.93%	12.55%	13.64%
同业负债增速	59.42%	2.44%	21.55%	21.55%
股东权益增速	11.83%	25.16%	14.74%	13.64%
存款结构				
活期	51.41%	51.00%	52.75%	53.75%
其他	1.40%	1.46%	1.46%	1.46%
贷款结构				
企业贷款(不含贴现)	57.16%	55.87%	54.39%	53.65%
个人贷款	21.46%	24.50%	25.50%	26.00%
利率指标				
净息差(NIM)	2.23%	2.34%	2.42%	2.36%
净利差(Spread)	2.13%	2.25%	2.33%	2.26%

分析师与行业专家简介

李锋，研究所所长。

李少君，银行业专家，中国人民大学金融学博士。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，对银行业有较深入的见解和认识，2010年加入民生证券研究所。

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	尹塘	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。