

2010年3月31日

A	持有
	601398.SS - 人民币 4.52 目标价格: 人民币 4.65
H	持有
	1398.HK - 港币 6.38 目标价格: 港币 6.80

孙鹏

(8610) 6622 9072

peng.sun@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210070008

袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010034

股价相对指数表现 (A 股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (A 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	7	6	7	(8)
相对新华富时	2	4	0	5
A50 指数 (%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (A 股)

发行股数(百万)	349,019
流通股(%)	75.1
流通股市值(人民币 百万)	1,184,752
3 个月日均交易额(人民币 百万)	312
主要股东(%)	
中央汇金公司	35.4

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

工商银行

稳健经营

2010 年全年, 工商银行实现归属母公司净利润 1651.6 亿元, 较去年同比增长 28.4%, 比我们之前的预期略高 1.5%。尽管净利息收入比我们的预期略低 0.5%, 但是该行较好地控制成本, 使营业费用低于我们的预期。展望未来, 贷款结构的调整将有助于该行提升贷款收益率和净息差, 手续费和佣金收入也将维持较高增速。考虑到估值较高, 我们仍维持该行 A 股和 H 股的持有评级。

年报要点

- 作为中国存款第一的商业银行, 工商银行的存款成本仍具有优势, 但面临来自同业的挑战越发明显, 四季度存贷比有所上升; 中间业务收入继续保持行业领先地位; 成本控制较好; 综合化和国际化经营不断推进。
- 2010 年末工商银行的拨贷比达到 2.46%, 年末拨备覆盖率达到 228%, 为四大行之首; 不良贷款继续实现“双降”, 与中期相比, 没有明显放缓。
- 展望未来, 我们预计, 虽然中长期贷款占比较高, 但是贷款结构调整将有助于工商银行提高贷款收益率和净息差; 信贷增速保持在 13%-14% 之间; 中间业务收入有望保持较高增速; 但成本控制压力较大。
- 主要风险: 风险加权资产占比较去年年底有所升高; 宏观经济减速可能造成更多信用风险。

估值

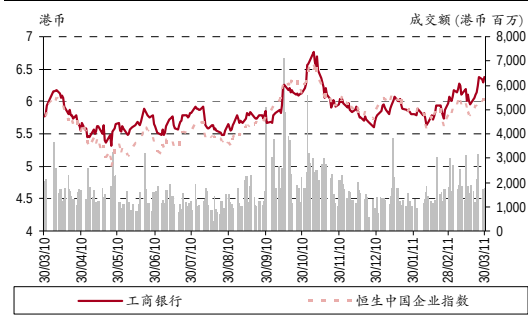
- 目前工行 A 股和 H 股的价格分别相当于 1.7 倍和 2 倍的 2011 年预期市净率, 在大银行中估值水平仍然较高。虽然我们预计该行的净息差和手续费收入在大行中会有不错的表现, 但考虑到估值较高, 我们仍维持该行 A 股和 H 股的持有评级。A 股和 H 股的目标价分别为 4.65 元人民币和 6.80 港币。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入(人民币百万)	245,821	303,749	365,992	412,962	466,217
净利润(人民币百万)	128,599	165,156	192,968	219,667	243,174
全面摊薄每股收益(人民币)	0.384	0.48	0.544	0.619	0.686
变动(%)	13.5	23.0	15.4	13.8	10.7
市盈率(倍)	11.8	9.6	8.3	7.3	6.6
每股净资产值(人民币 元)	2.0	2.3	2.7	3.1	3.6
市净率(倍)	2.2	1.9	1.7	1.5	1.3
净资产收益率(%)	20.1	22.1	21.6	21.2	20.6
每股股息(人民币 元)	0.17	0.184	0.203	0.225	0.249
股息收益率(%)	3.8	4.1	4.5	5	5.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价相对指数表现(H股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现(H股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	10	7	11	11
相对恒生中国企业指数(%)	6	1	6	5

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据(H股)

发行股数(百万)	349,019
流通股(%)	24.9
流通股市值(港币 百万)	1,580
3个月日均交易额(港币 百万)	554,459

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

投资摘要(H股)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净息收入 (人民币 百万)	245,821	303,749	365,992	412,962	466,217
净利润 (人民币 百万元)	128,645	165,156	193,512	220,211	243,718
完全摊薄每股收益 (人民币 元)	0.385	0.473	0.546	0.621	0.687
增长率(%)	16.1	22.9	15.3	13.8	10.7
市盈率(倍)	14.0	11.4	9.9	8.7	7.8
每股净资产值 (人民币 元)	2.0	2.4	2.7	3.1	3.6
市净率(倍)	2.7	2.3	2.0	1.7	1.5
净资产收益率(%)	20.2	22.1	21.7	21.2	20.6
每股股息 (人民币 元)	0.17	0.184	0.203	0.225	0.249
股息收益率(%)	3.2	3.4	3.8	4.2	4.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

2010 年业绩摘要

2010 年全年，工商银行实现归属母公司净利润 1,651.6 亿元，较去年同比增长 28.4%，比我们之前的预期略高 1.5%。尽管净利息收入比我们的预期略低 0.5%，但是该行较好的控制成本，使营业费用低于我们的预期。

2010 年，工商银行实现净利息收入 3,037.5 亿元，同比增长 23.6%，手续费净收入同比增长 32.1%。2010 年四季度，工商银行实现净利润 379.4 亿元，环比下降 11%，净息差环比提升 7 个基点，达到 2.48%。

图表 2. 2010 年全年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动(%)	2010 年 4 季度环比变动(%)
净利息收入	245,821	303,749	23.6	4.8
净手续费及佣金收入	55,147	72,840	32.1	3.4
其他非息收入	8,443	4,159	(50.7)	268.9
营业收入	309,411	380,748	23.1	6.5
营业费用	(102,662)	(117,996)	14.9	36.2
拨备前营业利润	206,749	262,752	27.1	(5.7)
拨备费用	(23,285)	(27,988)	20.2	25.1
营业利润	183,464	234,764	28.0	(9.8)
营业税	(18,157)	(21,484)	18.3	6.1
非经营性收入	1,987	2,146	8.0	(57.1)
税前利润	167,294	215,426	28.8	(11.9)
所得税	(37,898)	(49,401)	30.4	(15.6)
净利润	129,396	166,025	28.3	(10.7)
少数股东损益	(751)	(869)	15.7	33.6
归属母公司净利润	128,645	165,156	28.4	(11.0)

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 2010 年全年实际业绩与预测值差异

(人民币, 百万)	2010 年业绩实际值	2010 年业绩预测值	差异(%)
净利息收入	303,749	305,159	(0.5)
手续费收入	72,840	71,513	1.9
其他非息收入	4,159	1,656	151.1
营业收入	380,748	378,329	0.6
营业费用	(117,996)	(121,317)	(2.7)
拨备前营业利润	262,752	257,012	2.2
拨备费用	(27,988)	(28,245)	(0.9)
营业利润	234,764	228,767	2.6
营业税	(21,484)	(20,559)	4.5
非经常项目损益	2,146	2,201	(2.5)
税前利润	215,426	210,409	2.4
所得税	(49,401)	(46,857)	5.4
净利润	166,025	163,552	1.5
少数股东损益	(869)	(903)	(3.8)
归属母公司净利润	165,156	162,649	1.5

资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表(人民币 百万) — A/H 股

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入	245,821	303,749	365,992	412,962	466,217
净手续费及佣金收入	55,147	72,840	91,531	110,004	130,276
其他非息收入	8,443	4,159	5,563	6,097	6,711
营业收入	309,411	380,748	463,086	529,063	603,203
营业费用	(102,662)	(117,996)	(148,773)	(172,718)	(195,643)
拨备前经营利润	206,749	262,752	314,313	356,345	407,560
贷款损失准备	(21,682)	(27,888)	(40,297)	(46,405)	(64,767)
其他风险准备	(1,603)	(100)	285	637	231
营业利润	183,464	234,764	274,301	310,577	343,024
非经常性项目	0	0	1	1	1
来自联营公司的利润	1,987	2,146	2,200	2,200	2,200
税前利润	185,451	236,910	276,502	312,778	345,225
营业税	(18,157)	(21,484)	(26,812)	(29,354)	(32,078)
所得税	(37,898)	(49,401)	(55,184)	(62,120)	(68,227)
税后利润	129,396	166,025	194,505	221,304	244,920
少数股东损益	(751)	(869)	(994)	(1,093)	(1,202)
净利润	128,645	165,156	193,512	220,211	243,718
+/-%	16	28	17	14	11

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万) — A/H 股

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
资产					
现金及等价物	38,842	48,924	50,392	51,903	53,461
存放同业	38,842	48,924	50,392	51,903	53,461
交易资产	6,929	16,130	17,743	19,517	21,469
总客户贷款	5,728,626	6,790,506	7,634,529	8,481,213	9,339,032
减: 拨备	(145,452)	(167,134)	(199,721)	(238,768)	(295,770)
投资	3,598,002	3,729,470	4,919,160	5,678,173	6,560,789
联营企业	36,278	40,325	41,430	42,535	43,640
净固定资产	95,684	103,412	107,646	108,215	107,744
其他资产	127,811	151,827	153,984	156,206	158,507
总资产	11,785,053	13,458,622	15,077,197	16,732,137	18,702,188
负债及权益					
客户存款	9,771,277	11,145,557	12,328,536	13,478,143	14,841,369
存放同业	1,037,694	1,132,941	1,399,186	1,731,143	2,145,198
其他借款	75,000	100,410	75,000	75,000	75,000
总借款	10,883,971	12,378,908	13,802,722	15,284,286	17,061,567
其他负债	222,148	258,057	305,776	338,064	374,687
总负债	11,106,119	12,636,965	14,108,499	15,622,350	17,436,254
普通股股本(面值)	334,019	349,019	354,688	354,688	354,688
储备(包括股本溢价)	221,943	270,254	353,471	422,712	496,671
留存盈利	117,931	201,157	258,816	330,116	411,704
总股东权益	673,893	820,430	966,975	1,107,516	1,263,063
少数股东权益	5,041	1,227	1,724	2,270	2,872
已运用资本	678,934	821,657	968,699	1,109,787	1,265,935
总负债及权益	11,785,053	13,458,622	15,077,197	16,732,137	18,702,188

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万) — A/H 股

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	167,294	215,426	249,690	283,424	313,147
非现金项目	26,879	30,431	47,368	56,652	76,099
其他变动	(1,021)	19,006	100	100	100
运营资本变动	269,648	52,087	431,845	444,279	694,255
经营产生的现金流	462,800	316,950	729,003	784,454	1,083,601
投资及融资回报	(624)	(1,526)	(2,584)	(2,050)	(2,050)
支付税金	(58,938)	(38,774)	(49,670)	(55,912)	(61,408)
总现金流	(624)	(1,526)	(2,584)	(2,050)	(2,050)
投资	(585,828)	(157,728)	(1,207,544)	(776,867)	(900,470)
自由现金流	(182,590)	118,922	(530,795)	(50,375)	119,672
收购	0	(2,929)	(5)	(5)	(5)
投资者可用现金	(182,590)	115,993	(530,800)	(50,380)	119,667
融资活动产生的净现金	(15,119)	6,643	(72,377)	(79,669)	(88,171)
现金增(减)	(197,897)	119,577	(603,177)	(130,049)	31,496

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%) — A/H 股

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
生息资产收益率	3.8	3.7	4.3	4.4	4.4
资金成本	1.6	1.4	1.8	1.9	1.9
利差	2.2	2.4	2.5	2.5	2.5
净息差	2.3	2.4	2.6	2.6	2.6
其他收入总收入	20.6	20.2	21.0	21.9	22.7
成本收入比	33.2	31.0	32.1	32.6	32.4
有效税率	30.2	29.9	29.7	29.2	29.1
增长					
贷款增长率	25.3	18.5	12.4	11.1	10.1
存款增长率	18.8	14.1	10.6	9.3	10.1
资产增长率	20.8	14.2	12.0	11.0	11.8
流动性					
贷存比	58.6	60.9	61.9	62.9	62.9
贷款/付息资金	52.6	54.9	55.3	55.5	54.7
贷款/总资产	48.6	50.5	50.6	50.7	49.9
资产质量					
不良贷款	1.5	1.1	1.3	1.7	2.1
一般拨备率	1.7	1.9	1.4	1.4	1.4
专项准备覆盖率	51.4	56.4	94.0	82.6	81.5
总拨备覆盖率	164.4	228.2	198.5	164.0	147.4
信用风险成本	(0.38)	(0.41)	(0.53)	(0.55)	(0.69)
资本充足率					
权益资产比率	5.7	6.1	6.4	6.6	6.8
盈余资本	4.8	4.4	5.2	5.2	5.1
总资本充足率	12.8	12.4	13.2	13.2	13.1
一级资本充足率	9.9	10.0	10.9	11.0	11.1
回报率					
资产收益率	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4
净资产收益率	20.2	22.1	21.7	21.2	20.6
已运用资本收益率	20.0	22.0	21.6	21.2	20.5
结构性已运用资本收益率	30.1	31.7	31.8	32.0	31.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371