

工商银行(601398)

业绩稳健、资产质量持续改善

研究员: 许国玉
执业证书编号: S0570510120060
电话: 025-83290930
E-mail: njauxuguoyu@126.com
地址: 南京市中山东路 90 号

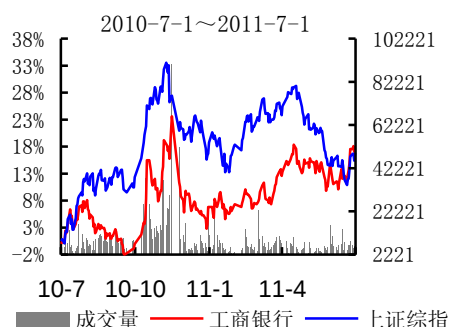
投资评级: 推荐(维持)

银行 II

当前价格(元): 4.38

目标价格(元): 5.25

股价走势图



相关研究

- 1 《工商银行(601398):盈利良好、资产质量稳定》2011.4
- 2 《工商银行(601398):经营发展稳健, 业绩持续向好》2011.3
- 3 《工商银行(601398):盈利增长较为稳定》2010.10
- 4 《工商银行(601398): 息差回升、经营稳定》2010.9

投资要点:

- 公司经营发展稳健, 盈利持续较快增长。2011 年 1 季度实现净利润 537.87 亿元, 同比增长 29.46%。主要驱动因素包括平均生息资产的平稳增长, 议价能力提升导致的净息差扩大, 以及非利息收入的快速增长。预计工行 2011 年生息资产规模将保持平稳增长, 并且随着存量贷款的重定价, 净息差水平的进一步上升, 2011 年全年工行的净利润增速将在 22% 左右。
- 公司净息差水平不断走高, 得益于信贷资源配置调整与贷款议价能力提升。2011 年 1 季度净息差为 2.52%, 较去年末提升 0.09 个百分点。随着货币条件的收紧以及贷款的重定价, 预计 2011 年工行的净息差将进一步回升。
- 中间业务保持快速增长, 得益于个人理财及私人银行服务、投资银行、资产托管和担保承诺业务的增长。2011 年 1 季度, 工行的非利息净收入和手续费及佣金净收入分别同比增长 48.88% 和 42.02%, 在营业收入中的占比已达 24.99% 和 22.78%。预计全年非利息收入增速将保持在 25% 左右, 占比将保持在 20% 以上。
- 资产质量不断改善, 公司资本充足率将由于次级债的发行而得以提升。2011 年 1 季度末, 工行不良贷款余额和不良率较 2010 年末进一步实现双降。拨贷比达到 2.47%, 已十分接近监管标准。2011 年 1 季度末资本充足率为 11.77%, 核心资本充足率为 9.66%, 发行次级债券募集的 380 亿元用于补充附属资本, 如果按照 2010 年末的加权风险资产, 并辅以 15% 的年增长率来进行静态测算, 此次发行次级债将提升公司资本充足率 0.46% 左右。
- 公司经营业绩稳健, 盈利能力强劲。我们预计公司 2011、2012 和 2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.58、0.71 和 0.85 元/股, 摊薄后 BVPS 分别为 2.72、3.18 和 3.73 元/股; 按目前价格计算, 工商银行 2011、2012、2013 动态 PE 分别为 7.58、6.18 和 5.18 倍, 动态 PB 分别为 1.61、1.38 和 1.18 倍; 维持公司“推荐”评级。

公司基本资料

总股本(万)	34901937.61
流通 A 股(万)	262225125
52 周内股价区间(元)	3.93-5.01
总市值(亿)	15566.26
总资产(亿)	143899.96
每股净资产(元)	2.50

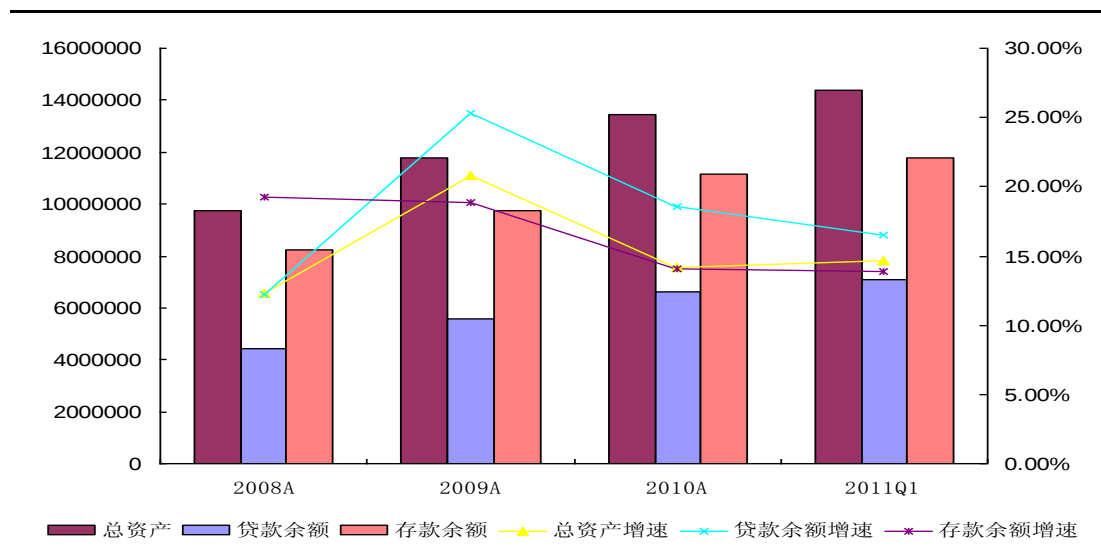
主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	3808.21	4757.23	5648.90	6603.22
+/-%	23.06	24.92	18.74	16.89
净利润(百万)	165156.00	201728.10	247365.24	295104.16
+/-%	28.35	22.14	22.62	19.30
EPS(元)	0.48	0.58	0.71	0.85
P/E	9.13	7.58	6.18	5.18

1 资产规模：保持平稳增长

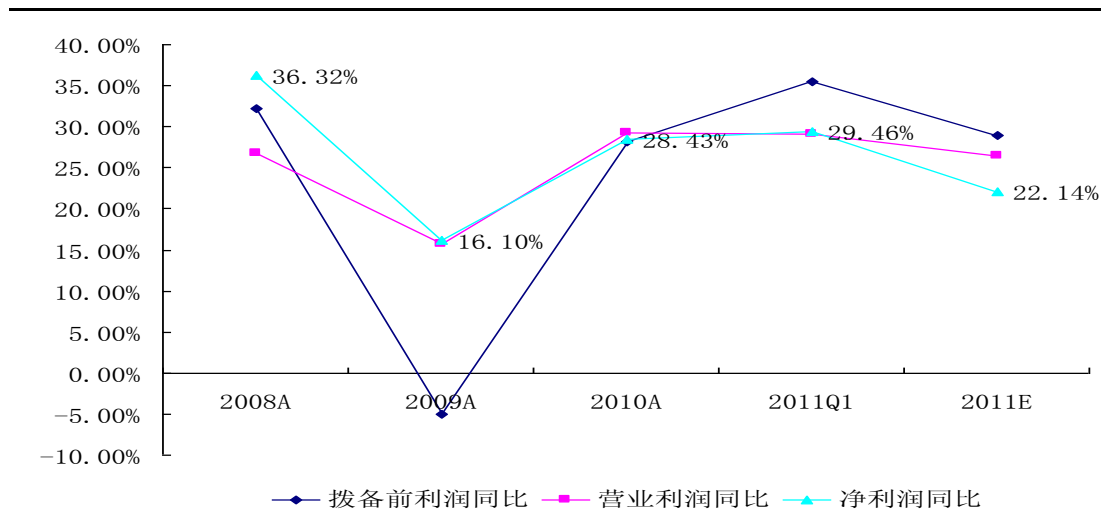
2011 年 1 季度，工行总资产、存贷款余额保持平稳增长。实现拨备前利润 786.52 亿元，同比增长 35.53%；营业利润 695.82 亿元，同比增长 29.05%；净利润 537.87 亿元，同比增长 29.46%。主要驱动因素包括平均生息资产的平稳增长，议价能力提升导致的净息差扩大，以及非利息收入的快速增长。我们预计工行 2011 年生息资产规模将保持平稳增长，并且随着存量贷款的重定价，净息差水平的进一步上升，2011 年全年工行的净利润同比增速将在 22% 左右。

图 1：工商银行资产负债规模及增速



资料来源：WIND、华泰证券研究所。

图 2：工商银行近年盈利情况



资料来源：WIND、华泰证券研究所。

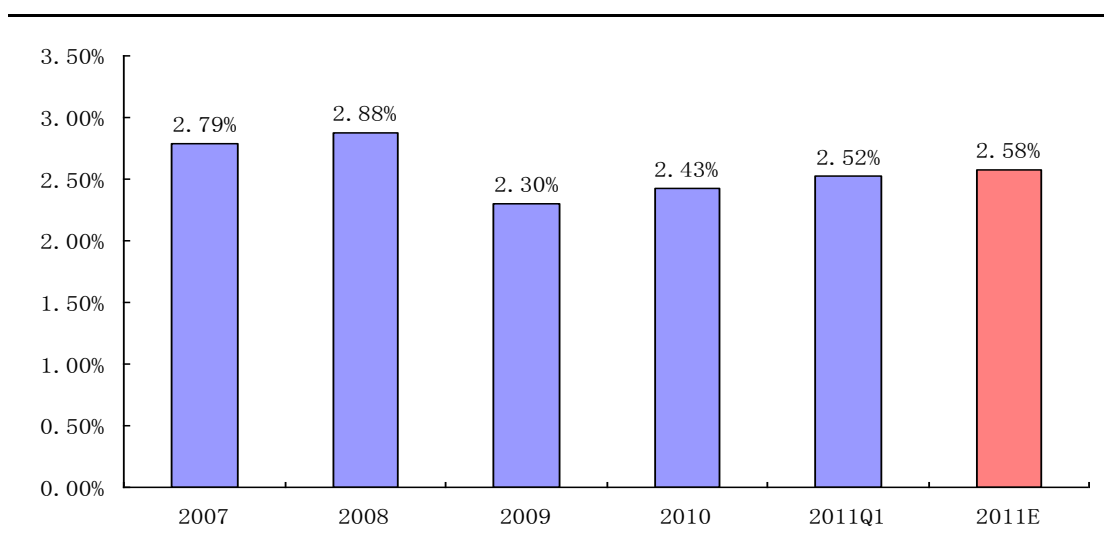
2 净息差水平：进一步提升

工商银行 2011 年 1 季度净息差为 2.52%，相当于上市银行的平均水平。我们认为，影响净息差的根本因素在于利率环境的变化和银行资产负债表结构的变化。2008 年以前，国家严格控制银行业贷款增长，导致银行贷

款议价能力提升，净息差处于上升状态；但 2008 年处于升息周期转变为降息周期的转折期，从 2008 年三季度开始，人民银行连续多次降息，导致 2009 年债券市场新发行券种利率降低，同时受个人住房按揭贷款利率七折政策实施的影响，导致银行净息差下降。

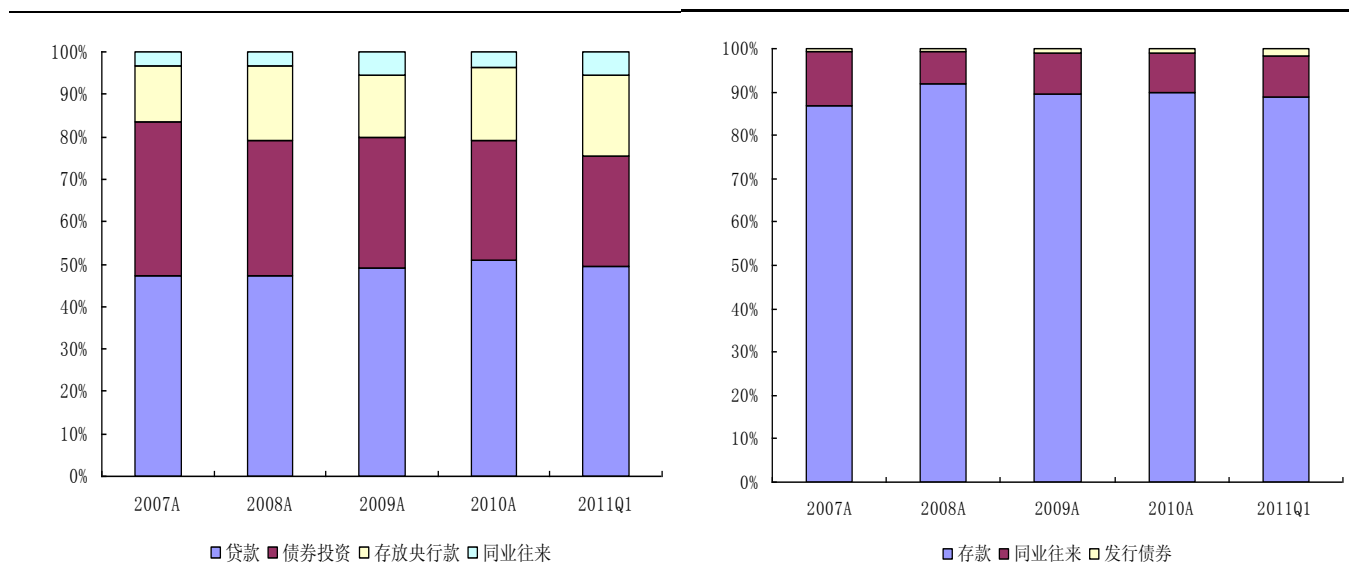
2010 年工商银行净息差略有回升，一方面，在信贷规模严格管控的情形下，银行贷款的议价能力（包括新增贷款的定价和存量贷款到期后的重定价）显著提升；另一方面，在存贷比 75% 的监管标准和实际利率为负的情形下，行业对存款资源的争夺异常激烈，这将提升存款付息率。在贷款收益率和存款付息率均有所上升的情况下，总体上贷款收益率的敏感性更强，导致 2010 年全年净息差总体保持稳中有升。随着货币条件的收紧以及贷款的重定价，预计 2011 年工行的净息差将进一步回升，达到 2.58% 左右。

图 3：工商银行净息差水平



资料来源：WIND、华泰证券研究所。

图 4：工商银行生息资产和付息负债结构



资料来源：WIND、华泰证券研究所。

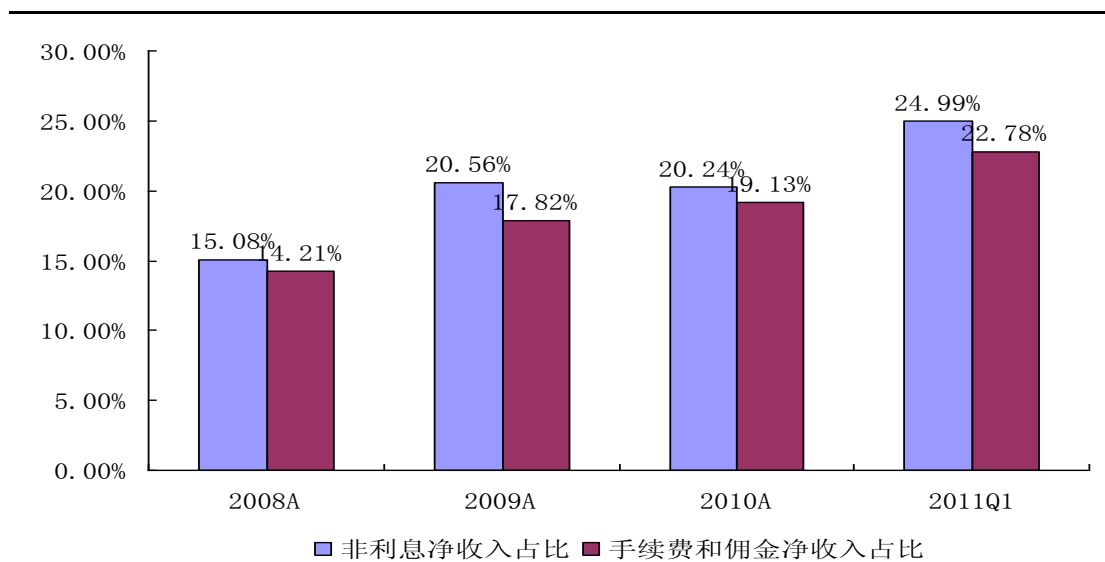
从资产结构来看，随着货币政策的收紧，2011 年以来工行贷款资产占比略有收缩，而随着存款准备金率上

升至 21.5% 的高点，存放央行款的比重大幅提升，同时工行作为主要的资金拆出行，其同业往来比重也有所提升。从负债结构来看，在存款负利率以及理财产品大量发行的情形下，工行的存款比重略有下降，付息债券的比重略有提升。

3 中间业务：平稳快速增长

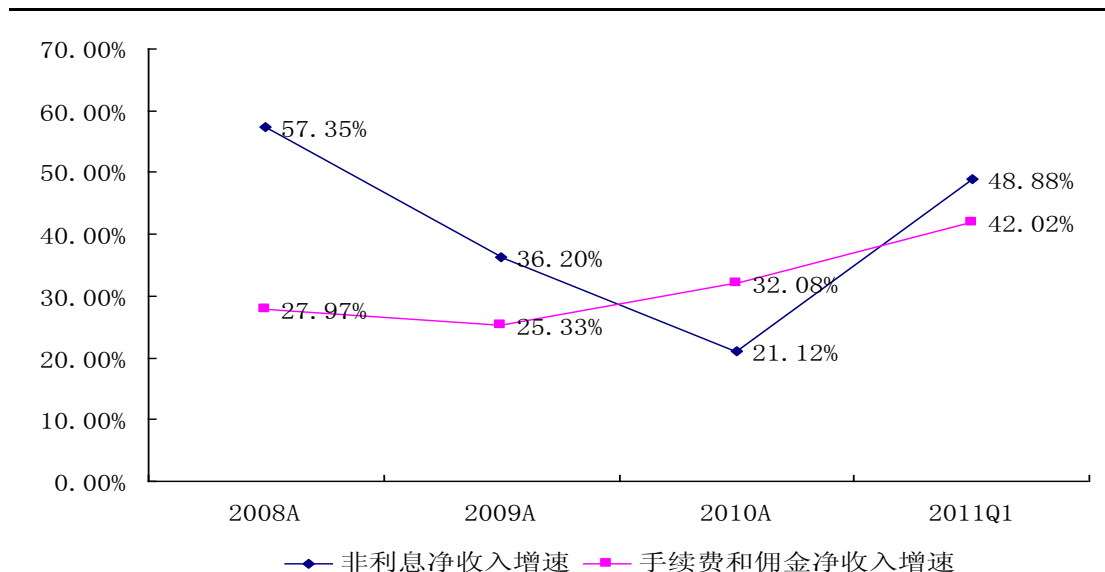
2011 年 1 季度，工行的非利息净收入和手续费及佣金净收入分别同比增长 48.88% 和 42.02%，这表明工行中间业务保持了较快的发展，其在营业收入中的占比 1 季度末已达到 24.99% 和 22.78%。这得益于工行的个人理财及私人银行服务、投资银行、资产托管和担保承诺业务的增长。预计全年公司非利息收入增速将保持在 25% 左右，占比将保持在 20% 以上。

图 5：中间业务占比大幅提升



资料来源：WIND、华泰证券研究所。

图 6：中间业务发展迅速

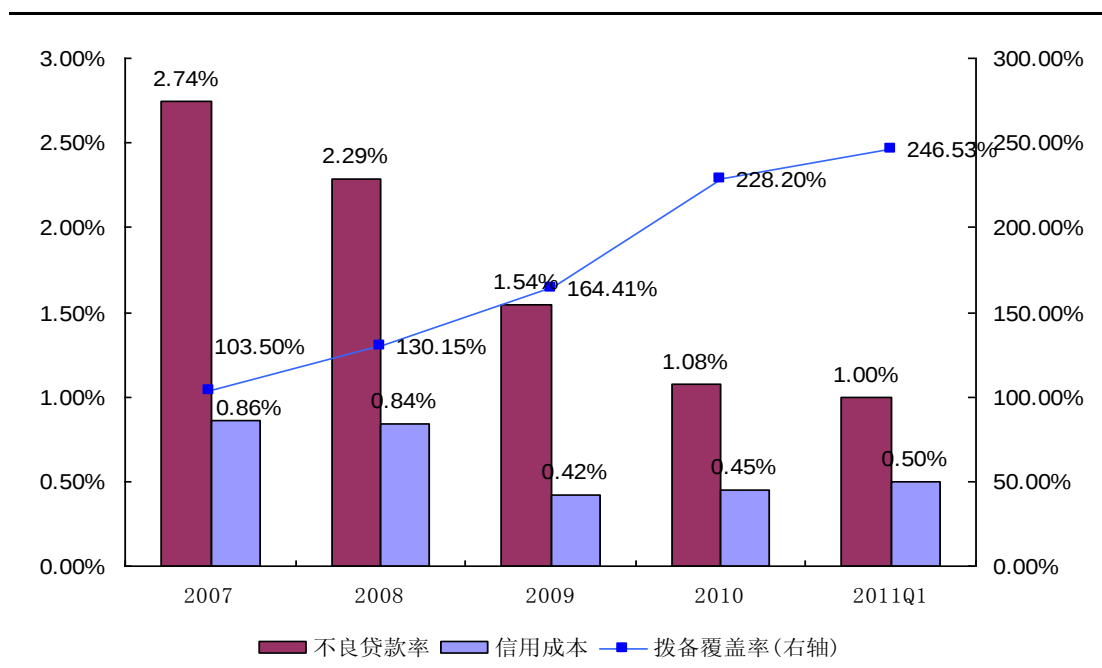


资料来源：WIND、华泰证券研究所。

4 资产质量：持续改善

2011 年 1 季度末，工行不良贷款余额为 707.74 亿元，较上年末减少 24.67 亿元，不良率较年初下降 0.08 个百分点至 1.00%。信贷成本由 2010 年底的 0.45% 小幅升至 0.50%。由于拨备计提同比增幅较大，拨备覆盖率由上年末的 228.20% 提高至 246.53%。拨贷比达到 2.47%，已经十分接近监管标准。

图 7：工商银行资产质量

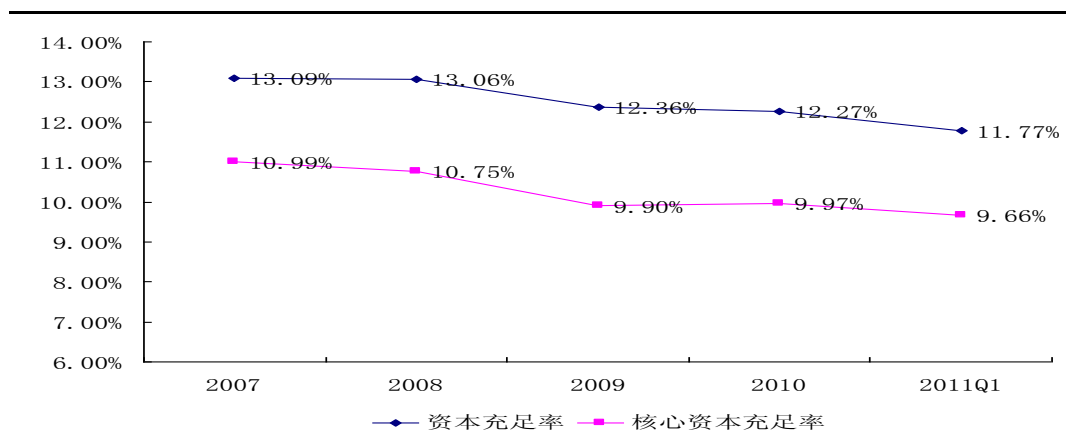


资料来源：WIND、华泰证券研究所。信用成本为年化值。

5 资本充足率：将因次级债的发行得以提升

工商银行 2011 年 1 季度末，资本充足率为 11.77%，核心资本充足率为 9.66%，均满足监管要求。但根据图 9 可以看出，其资本充足率水平一直保持下降态势，根据工行 2010-2012 年资本规划，公司计划 2011 年年内将资本充足率维持在 12.4% 左右。工行 2011 年 6 月 30 日发布公告，在全国银行间债券市场成功发行次级债券 380 亿元，募集资金将用于补充附属资本。如果按照 2010 年末的加权风险资产，并辅以 15% 的年增长率来进行静态测算，此次发行次级债将提升工商银行资本充足率 0.46% 左右。

图 8：工商银行资本充足率和核心资本充足率



资料来源：WIND、华泰证券研究所。

6.盈利预测与估值

公司经营业绩稳定，收入增长强劲，预计 2011 年利润增速仍能保持在 20%以上。工商银行 2011、2012 和 2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.58、0.71 和 0.85 元/股，摊薄后 BVPS 分别为 2.72、3.18 和 3.73 元/股；按目前价格（4.38 元/股）计算，工商银行 2011、2012、2013 动态 PE 分别为 7.58、6.18 和 5.18 倍，动态 PB 分别为 1.61、1.38 和 1.18 倍；而最近 1 个月，银行业平均 PE 为 8.4 倍，平均 PB 为 1.5 倍；最近 6 个月，银行业平均 PE 为 9.3 倍，平均 PB 为 1.6 倍；最近 1 年，银行业平均 PE 为 9.8 倍，平均 PB 为 1.8 倍。因此工商银行具有明显的估值优势，维持工商银行“推荐”的投资评级。

7.风险提示

- （1）公司资产质量下降超预期。
- （2）行业监管政策以及非对称加息等货币政策的实施对公司利润影响较大。

表 1：财务数据和预测

工商银行（601398.SH）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
资产负债表摘要（百万元）					
现金及存放央行	1693048	2282999	2650243	2794021	2937701
存放同业及其他金融机构	157395	183942	200997	233349	270828
债券投资	3604931	3745600	4989082	5561226	6200503
发放贷款及垫款	5583174	6623372	7457831	8370540	9389726
资产总计	11785053	13458622	15958103	17673965	19574856
同业及其他金融机构存放	931010	922369	1337042	1480805	1640070
吸收存款	9771277	11145557	12326711	13629370	15065134
负债合计	11106119	12636965	15005502	16561319	18271751
股本	334019	349019	349019	349019	349019
股东权益合计	673893	820430	950953	1110570	1300608

利润表摘要（百万元）

利息收入	405,878	462,762	657,930	745,745	835,954
利息支出	160,057	159,013	282,894	306,627	332,136
利息净收入	245,821	303,749	375,036	439,118	503,818
手续费及佣金净收入	55,147	72,840	92,892	117,323	146,982
营业收入合计	309,454	380,821	475,723	564,891	660,323
管理费用	101,703	116,578	132,994	151,741	173,151
拨备前利润	189,213	242,475	312,538	378,466	447,674
资产减值损失	23,219	27,988	41,165	45,591	50,495
税前利润	167,248	215,426	272,693	334,195	398,500
归属母公司股东净利润	128,599	165,156	201,728	247,365	295,104

资产负债配置结构

核心资本充足率	9.90%	9.97%	9.77%	9.57%	9.50%
贷存比（含贴现）	58.63%	60.93%	61.93%	62.93%	63.93%
贷款净额/总资产	47.38%	49.21%	46.73%	47.36%	47.97%
债券投资/总资产	30.59%	27.83%	31.26%	31.47%	31.68%
生息资产/总资产	99.03%	99.05%	98.92%	99.01%	99.10%
计息负债/总负债	98.21%	98.09%	95.72%	95.92%	96.12%
平均贷款余额/生息资产	44.13%	46.96%	45.69%	46.32%	46.93%
平均存款余额/计息负债	82.49%	84.37%	81.71%	81.70%	81.69%

资产质量指标（百万元）

不良贷款余额	88467	73241	70361	68375	67386
不良贷款率（%）	1.54%	1.08%	0.92%	0.80%	0.70%
贷款减值准备余额	145452	167134	175568	205833	240762
本期计提贷款减值准备	21682	27888	19333	41163	45828
信用成本（%）	0.42%	0.45%	0.27%	0.51%	0.50%

成长性指标

总资产同比	20.78%	14.20%	18.57%	10.75%	10.76%
净资产同比	11.72%	21.74%	15.91%	16.78%	17.11%
贷款同比	25.30%	18.54%	12.41%	12.35%	12.29%
存款同比	18.82%	14.06%	10.60%	10.57%	10.53%
生息资产同比	20.80%	14.22%	18.42%	10.85%	10.86%
计息负债同比	22.07%	13.65%	15.87%	10.59%	10.57%
营业收入同比	-0.10%	23.06%	24.92%	18.74%	16.89%
利息收入同比	-6.55%	23.57%	23.47%	17.09%	14.73%
手续费收入同比	25.33%	32.08%	27.53%	26.30%	25.28%
管理费用同比	11.14%	14.63%	14.08%	14.10%	14.11%
拨备前利润同比	-4.95%	28.15%	28.89%	21.09%	18.29%
营业利润同比	15.65%	29.21%	26.52%	22.66%	19.32%
净利润同比	16.10%	28.43%	22.14%	22.62%	19.30%

盈利能力指标

平均资产收益率 ROA	1.19%	1.31%	1.37%	1.47%	1.58%
平均净资产收益率 ROE	20.14%	22.10%	22.78%	24.00%	24.48%
拨备前经营利润率	1.76%	1.92%	2.12%	2.25%	2.40%
加权风险资产收益率 RoRWA	2.41%	2.53%	2.66%	2.91%	3.13%
杠杆比率	17.49	16.40	16.78	15.91	15.05
利息收入占比	79.44%	79.76%	78.83%	77.74%	76.30%
手续费与佣金收入占比	17.82%	19.13%	19.53%	20.77%	22.26%
成本收入比	32.87%	30.61%	27.96%	26.86%	26.22%
职工费用占比	19.55%	18.29%	16.85%	16.34%	16.09%
生息资产收益率	3.81%	3.70%	4.52%	4.48%	4.53%
付息负债成本率	1.61%	1.36%	2.11%	2.03%	1.99%
净利差(期初期末平均)NIS	2.19%	2.34%	2.40%	2.45%	2.55%
净息差(期初期末平均)NIM	2.30%	2.43%	2.58%	2.64%	2.73%

估值相关指标

动态 PE (X)	11.23	9.13	7.58	6.18	5.18
动态 PB (X)	2.17	1.86	1.61	1.38	1.18
EPS 摊薄 (元)	0.39	0.48	0.58	0.71	0.85
BVPS 摊薄 (元)	2.02	2.35	2.72	3.18	3.73

资料来源：公司数据、华泰证券研究所。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。