

成本优势将逐渐显现

中性维持

目标价格：4.95 元

投资要点:

- 规模适度增长，净息差同比反弹 16 个 BP
- 手续费增长超过 45%
- 成本优势将逐渐显现

事件：工行上半年实现营业收入2326.88亿元，同比增长28.1%，上半年实现净利润1095.75亿元，同比增长28.96%；年化平均总资产回报率达到1.55%，年化加权平均净资产收益率达到25.12%，分别较上年提高0.23和2.33个百分点。二季度实现净利润557.39亿元，环比增长3.53%。

报告摘要:

- 净利润增长的驱动因素分解。**半年报看，净利润增长的主因推动因素是生息资产规模扩张、手续费净收入增长和净息差反弹。半年度净息差年化为 2.54%，同比提高 16 个 BP。手续费净收入增长 45.82%至 537.91 亿元。拨备支出同比增长 74%拖累净利润下滑 6.50 个百分点。二季度看，净利润增长的主要驱动因素是规模扩张和手续费增长，合计贡献 6.23 个百分点，单季度年化 NIM 为 2.52%，环比下降 2 个 BP。成本收入比提高 0.71%，汇兑损失和公允价值变动损失影响了二季度利润。
- 扎实的存款基础保证了紧缩后半程的付息率。**6 月末，工行总负债 14.04 万亿元，增长 11.1%。客户存款余额 12.05 万亿元，增长 8.1%。其中个人存款增加 4353.98 亿元，增长 8.3%。从客户结构上看，零售客户活期存款增长 8.76%，活期存款占比仅比年初下降 0.22 个百分点，维持在 52.32%的高位。
- 投资建议。**我们预计工商银行 2011-2012 年净利润增速分别为 23.6% 和 23%，达到 2052 亿和 2524.6 亿元，每股收益为 0.58 和 0.72 元，目前股价对应 2011 年 PE 和 PB 分别为 7.15X 和 1.51X，虽然绝对估值不高，但在行业中属于较高水平，维持中性评级。

(百万元,元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	309454	380821	456825	560323	695149
净利润	129350	166025	205216	252461	315055
摊薄 EPS	0.39	0.47	0.58	0.72	0.90
BVPS	2.02	2.35	2.76	3.21	3.77
PE(X)	10.86	8.83	7.15	5.81	4.65
PB(X)	2.07	1.78	1.51	1.30	1.11

银行行业研究组

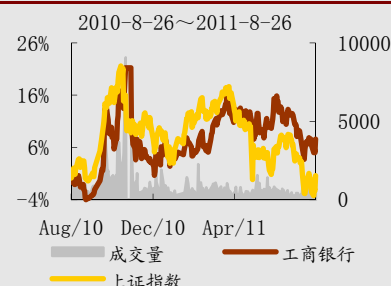
分析师:

张继袖 (S1180511010006)

电话: 010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



公司数据

股本(亿股)	3490
市值(亿元)	14588
大股东	中央汇金
持股比例	35.43%

数据来源: wind

相关研究

- 《宏源证券*公司研究*工商银行: 大行风范——年报点评*银行*601398*张继袖》，2011.3
- 《宏源证券*公司研究*工商银行: 净息差在加息中反弹-调研报告*银行*601398*张继袖》，2010.12
- 《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

点评

第一，净利润增长的驱动因素分解

- ▶ 半年报看，净利润增长的主因推动因素是生息资产规模扩张、手续费净收入增长和净息差反弹，三者合计贡献 28.74 个百分点。半年度净息差年化为 2.54%，同比提高 16 个 BP。手续费净收入增长 45.82%至 537.91 亿元，资产托管业务收入增长超过 100%，担保和承诺收入增长 93%，传统业务增幅也在 40%以上。拨备支出同比增长 74%，拖累净利润下滑 6.50 个百分点。
- ▶ 二季度看，净利润增长的主要驱动因素是规模扩张和手续费增长，合计贡献 6.23 个百分点，单季度年化 NIM 为 2.52%，环比下降 2 个 BP。成本收入比提高 0.71%，汇兑损失和公允价值变动损失也影响了二季度利润。

表 1：净利润同比增长驱动因素分解

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2010	2011Q1	2011Q2	2011H
生息资产规模	17.50	22.23	28.51	36.22	15.14	12.14	12.36	14.31	15.58	12.01	12.80	12.41
NIM	-30.91	-33.41	-33.29	-33.61	0.80	12.96	10.39	6.87	5.63	8.78	3.78	6.23
手续费净收入	2.34	2.75	5.97	11.06	7.04	6.70	6.14	6.12	6.48	9.40	10.77	10.10
其他收支	6.87	2.39	1.60	-2.27	-1.33	-3.25	-2.41	0.87	-1.52	1.89	0.19	1.02
费用收入比	-0.44	-4.81	-14.62	-10.35	-4.17	11.99	10.15	4.04	5.17	5.33	5.28	5.32
营业税率	-0.17	-0.17	0.94	1.70	0.39	0.77	0.46	0.47	0.52	0.30	-0.96	-0.35
拨备支出	9.78	9.41	30.43	53.40	0.63	0.58	-8.23	-4.51	-2.85	-8.76	-4.34	-6.50
营业外收支	-0.52	-0.06	-0.12	-0.90	0.11	-0.83	0.10	-0.21	-0.19	0.40	0.52	0.46
所得税率	1.58	0.80	0.52	4.73	-0.37	-3.02	-2.32	4.25	-0.45	-0.32	0.86	0.28
净利润增长率	6.03	-0.86	19.94	59.99	18.24	38.04	26.64	32.21	28.35	29.03	28.91	28.96

资料来源：公司数据，宏源证券

表 2：净利润环比增长驱动因素分解

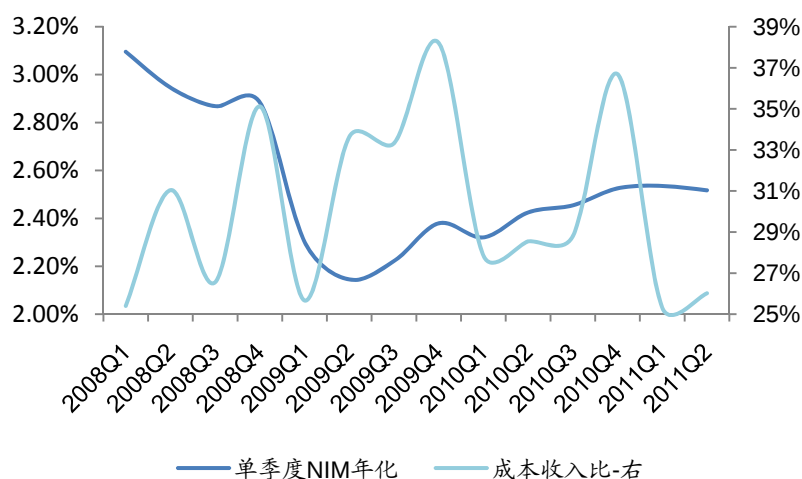
	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
生息资产规模	13.56	7.16	2.69	1.30	3.72	4.06	2.92	-38.34	3.48	4.32
NIM	-34.23	-6.34	3.23	6.26	-2.51	3.92	1.10	42.74	0.39	-0.63
手续费净收入	9.79	0.97	-1.33	1.08	6.09	0.46	-1.12	0.71	8.99	1.91
其他收支	-1.36	2.12	-0.42	-2.14	-0.74	0.19	0.19	0.93	0.51	-1.21
费用收入比	27.84	-13.17	0.62	-9.36	23.56	-1.21	-0.44	-14.46	26.30	-1.19
营业税率	0.67	0.32	0.20	-0.03	-0.17	0.56	-0.04	-0.08	-0.25	-0.47
拨备支出	70.53	-3.96	3.59	-8.95	11.78	-3.44	-4.16	-3.66	3.08	0.61
营业外收支	-2.20	0.70	-0.72	0.68	-0.70	-0.12	0.15	0.30	0.06	0.01
所得税率	10.66	0.97	0.12	-3.34	3.28	-0.78	0.46	1.12	-1.73	0.18
净利润增长率	95.25	-11.23	7.97	-14.50	44.29	3.63	-0.95	-10.74	40.82	3.53

资料来源：公司数据，宏源证券

表 3: 手续费收入增长情况

百万元	2009	2010	2010H	2011H	YOY
结算、清算及现金管理	14,587	19,160	9,546	13,582	42.28%
投资银行	12,539	15,506	8,666	13,155	51.80%
个人理财及私人银行	12,059	14,858	7,166	10,552	47.25%
银行卡	9,408	13,687	6,186	8,058	30.26%
对公理财	4,442	6,886	3,436	4,394	27.88%
资产托管	2,212	3,385	1,499	3,007	100.60%
担保及承诺	2,396	3,029	1,518	2,925	92.69%
代理收付及委托	882	979	524	746	42.37%
其他	517	518	514	425	-17.32%
手续费及佣金收入	59,042	78,008	39,055	56,844	45.55%
减:手续费及佣金支出	3,895	5,168	2166	3053	40.95%
手续费及佣金净收入	55,147	72,840	36,889	53,791	45.82%

资料来源: 公司数据, 宏源证券

图 1: 单季度 NIM 年化和成本收入比


资料来源: 公司数据, 宏源证券

第二, 资产负债适度增长

- 2011 年 6 月末, 工行总资产 14.896 万亿元, 比上年末增加 1.44 万亿元, 增长 10.7%, 各项贷款增加 5435.34 亿元, 增长 8.0%。其中境内分行人民币贷款 6.62 万亿元, 增加 4108.67 亿元, 增长 6.6%, 增速比去年同期回落 3.3 个百分点, 比境内全部金融机构增速低 2.2 个百分点。个人贷款增长 10.8%至 1.83 万亿元, 占比提高至 25.01%。
- 2011 年 6 月末, 工行总负债 14.04 万亿元, 比上年末增加 1.4 万亿元, 增长 11.1%。客户存款余额 12.05 万亿元, 比上年末增加 9015.81 亿元, 增长 8.1%。其中, 公司存款增加 4292.98 亿元, 增长 7.8%; 个人存款增加 4353.98 亿元, 增长 8.3%。从期限结构上看, 活期存款增加 4428.55 亿元, 增长 7.6%; 定期存款增加 4218.41 亿元, 增长 8.6%。
- 从客户结构上看, 零售客户活期存款增长 8.76%, 活期存款占比仅比年初下降 0.22 个百分点, 维持在 52.32%的高位。

表 4: 贷款结构

%	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
贷款总额	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
其中: 公司贷款(不包括贴现)	74.29	73.21	72.78	73.60	73.89	73.54
贴现	7.14	8.63	5.76	3.05	1.73	1.44
个人贷款	18.57	18.16	21.46	23.34	24.38	25.01
其中: 住房按揭	13.37	13.07	15.50	16.57	16.24	15.63
信用卡透支	0.38	0.45	0.65	0.82	1.35	1.77
其他	4.82	4.64	5.32	5.96	6.79	7.61
贷款损失准备	2.97	2.51	2.54	2.39	2.46	2.47
单项拨备	1.18	0.86	0.79	0.65	0.61	0.50
组合拨备	1.79	1.65	1.74	1.74	1.85	1.98
拨贷比	3.07	2.57	2.61	2.45	2.52	2.54

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 5: 存款结构

%	2006	2007	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
活期存款	48.86	51.62	48.89	49.94	51.86	51.27	52.54	52.32
. 企业客户	31.39	34.48	31.32	31.49	32.99	32.13	32.14	31.80
. 零售客户	17.48	17.15	17.56	18.45	18.86	19.14	20.40	20.52
定期存款	49.66	46.71	49.70	49.01	46.72	47.29	45.73	46.05
. 企业客户	14.70	16.36	18.03	19.24	16.96	18.92	18.58	18.97
. 零售客户	34.96	30.35	31.68	29.77	29.75	28.37	27.15	27.08
其他存款	1.48	1.67	1.41	1.05	1.43	1.43	1.73	1.63
企业存款	46.08	50.84	49.35	50.73	49.95	51.05	50.72	50.76
零售存款	52.44	47.50	49.24	48.21	48.62	47.51	47.55	47.60
吸收存款	100	100	100	100	100	100	100	100

资料来源: 公司数据, 宏源证券

第三, 逾期贷款下降

- 2011 年 6 月末, 按照五级分类, 正常贷款 70,421.46 亿元, 比上年末增加 5526.96 亿元, 占各项贷款的 96.02%。关注贷款 2224.08 亿元, 减少 54.07 亿元, 占比 3.03%。不良贷款余额 694.86 亿元, 减少 37.55 亿元, 不良贷款率 0.95%, 下降 0.13 个百分点。拨备覆盖率达 261.14%, 较上年提升 32.94 个百分点。
- 逾期贷款 728.86 亿元, 下降 3.77%。

表 6: 五级分类

	2006	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
正常	87.18%	91.54%	93.14%	92.51%	94.64%	94.46%	95.07%	95.57%	96.02%
关注	9.03%	5.72%	4.45%	5.20%	3.55%	4.00%	3.67%	3.35%	3.03%
次级	1.84%	0.94%	0.86%	0.82%	0.75%	0.56%	0.41%	0.28%	0.26%
可疑	1.71%	1.52%	1.28%	1.22%	0.89%	0.76%	0.66%	0.62%	0.55%
损失	1.71%	0.28%	0.27%	0.24%	0.17%	0.23%	0.19%	0.18%	0.14%
不良贷款	3.79%	2.74%	2.41%	2.29%	1.81%	1.54%	1.26%	1.08%	0.95%

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 7: 不良生成率低

	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
不良余额变化	-25971	-6638	-7292	-5817	-16015	-8394	-15226	-3755
核销	8,171	5865	12,373	8276	11,259	3546	6904	2740
新增不良(除核销)/贷款平均余额	-0.67%	-0.16%	-0.17%	-0.12%	-0.31%	-0.14%	-0.24%	-0.05%
新增不良(含核销)/贷款平均余额	-0.46%	-0.02%	0.12%	0.05%	-0.09%	-0.08%	-0.13%	-0.01%
新增不良(除核销)/上年新增贷款	-5.88%	-2.35%	-1.46%	-0.67%	-1.38%	-1.34%	-1.43%	-0.69%
新增不良(含核销)/上年新增贷款	-4.03%	-0.27%	1.02%	0.28%	-0.41%	-0.77%	-0.78%	-0.19%
拨备覆盖率%	103.5	116.08	130.15	138.2	164.41	189.81	228.2	261.14

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 8: 逾期贷款小幅上升

2011H						
百万元	逾期 1 至 90 天 (含)	逾期 91 至 360 天 (含)	逾期 361 天至 3 年 (含)	逾期 3 年以 上	合 计	YOY
信用贷款	4,516	2,556	1,701	1,121	9,894	26.41%
保证贷款	2,552	1,810	5,733	11,651	21,746	-8.72%
抵押贷款	37,082	3,608	10,155	15,867	66,712	3.84%
质押贷款	1,889	429	1,314	2,342	5,974	-6.70%
合计	46,039	8,403	18,903	30,981	104,326	1.98%

资料来源: 公司数据, 宏源证券

第五, 投资建议

- 我们预计工商银行 2011-2012 年净利润增速分别为 23.6%和 23%, 达到 2052 亿和 2524.6 亿元, 每股收益为 0.58 和 0.72 元, 目前股价对应 2011 年 PE 和 PB 分别为 7.15X 和 1.51X, 虽然绝对估值不高, 但在行业中属于较高水平, 维持中性评级。

表 9: 盈利预测表 (百万元)

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E	利润表	2010	2011E	2012E	2013E
现金及存放央行	2282999	2136981	1984007	2266951	净利息收入	303749	351034	416694	499648
存放同业和其它	183942	172177	159852	182649	手续费及佣金净收入	72840	103914	142547	194747
拆出资金	64918	60766	56416	64462	其他净收入	3948	1877	1081	754
证券投资	3732268	4956840	6312303	7315138	营业收入合计	380537	456825	560323	695149
买入返售金融资产	262227	245455	227885	260384	营业税金及附加	21484	25772	31611	39217
衍生金融资产	13332	15198	17326	19752	业务及管理费	116578	141616	173700	215496
发放贷款及垫款	6623372	7418469	8348922	9392314	资产减值损失	27988	24097	28368	32571
固定资产	100839	80663	77344	75426	营业支出合计	166050	191485	233679	287284
递延所得税资产	21712	24752	28217	32167	营业利润	214487	265341	326644	407864
无形资产	19305	16466	13530	10545	营业外收支净额	939	938	937	936
其他资产合计	153708	215062	265024	319753	拨备前利润	242475	289438	355012	440436
资产合计	13458622	15342829	17490825	19939541	利润总额	215426	266279	327581	408800
同业和其它金融机构存放	922369	1051501	1155439	1317200	减: 所得税	49401	61062	75120	93745
拆入资金	125633	143222	96287	109767	净利润	166025	205216	252461	315055
卖出回购金融资产款	84888	177192	317258	366676	归属于母公司的净利润	165156	204142	251139	313406
吸收存款	11145557	12705935	14484766	16512633	少数股东损益	869	1074	1321	1649
应付债券	100410	35726	35726	35726	基本每股收益	0.47	0.58	0.72	0.90
其他负债合计	248412	253671	267144	267690	稀释每股收益	0.47	0.58	0.72	0.90
负债合计	12636965	14377206	16367108	18620202	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
股本	349019	349019	349019	349019	成长性				
资本公积金	122820	125789	129075	131506	营收增长率	23.1%	20.0%	22.7%	24.1%
盈余公积金	53782	74196	99310	130651	EBIT 增长率	28.5%	24.0%	22.8%	24.6%
未分配利润	201157	269362	334619	416057	净利润增长率	28.4%	23.6%	23.0%	24.8%
一般风险准备	93071	144375	207490	286254	盈利性				
少数股东权益	1227	2301	3623	5272	ROA	1.2%	1.3%	1.4%	1.6%
股东权益合计	820430	963322	1120094	1314067	ROE	20.1%	21.1%	22.3%	23.8%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT 率	56.8%	58.7%	58.8%	59.1%
净利润	165156	204142	251139	313406	净息差	2.44%	2.62%	2.70%	2.83%
EBIT	216432	268354	329646	410862	成本收入比	30.6%	31.0%	31.0%	31.0%
NOPLAT	166800	206815	254053	316644	估值倍数				
资产准备	27988	24097	28368	32571	PE	8.83	7.15	5.81	4.65
折旧与摊销	7983	8828	9134	7489	P/S	3.83	3.19	2.60	2.10
来源	1530846	1740241	1989902	2253094	P/B	1.78	1.51	1.30	1.11
运用	1673569	1884207	2147996	2448716	股息收益率	3.89%	4.40%	6.69%	8.35%
自由现金流	32060	71678	105093	128511	EV/EBITDA	6.77	5.23	4.27	3.44

资料来源: 公司数据, 宏源证券

分析师简介:

张继袖: 银行行业高级研究员, 南开大学会计学博士, 北京交通大学博士后, 8 年资本市场研究经验, 今日投资 2009 年度综合金融类最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、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

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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。