

工商银行(601398)调研报告

——综合竞争力依旧处于五大行前列

金融/银行

谨慎推荐

维持评级

发布时间：2011 年 8 月 25 日

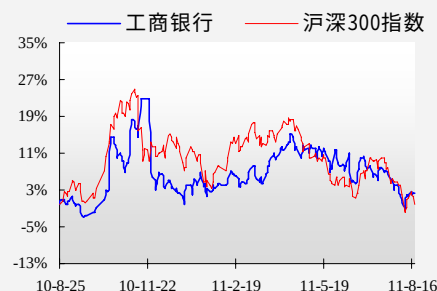
投资要点：

- 2011 年中期，工商银行实现营业收入 2311.60 亿元，同比增长 27.76%，实现净利润 1095.75 亿元，同比增长 29%，实现每股收益 0.31 元，实现每股净资产 2.46 元。实现加权平均净资产收益率 25.12%（年化）；同比提高 1.22 个百分点。
- 净息差同比和环比继续维持上升趋势，第二季度单季度环比上升趋势有所扩大。
- 资产质量继续维持双降，第二季度计提拨备的力度有所加大，信贷成本比第一季度和去年有所提高，年末的拨贷比提高到 2.48%。
- 截至 6 月末，工商银行平台贷款的余额为 9310 亿元，比去年年末的 6496 亿元有了明显增加，与同业一样，主要是受到监管口径的变化，如果考虑原先口径，平台贷款的余额应该为 6230 亿元，下降了 260 亿元。
- 从现金流覆盖情况看，全部覆盖的为 80.79%，基本覆盖的为 13.42%，两者合计为 94.21%，是同业中最高的，目前平台贷款的不良率为 0.25%，都是在 2011 年以前发放的地方的二级公路的贷款，银行计提了充足的拨备，拨备覆盖率为 1782%，拨贷比为 4.46%。
- 截至 2011 年中期，工商银行的资本充足率和核心资本充足率分别为 12.33%和 9.82%，这些数据已经充分考虑了平台贷款风险权重提高的影响；新的资本监管办法在权重法下对于银行有一些不利的影响，但是工行已经积极申请实施新的资本协议，实施内部评级法，工行自己进行的测算，如果实施内部评级法的话，对于资本充足率有正面的影响，影响为 1.17 个百分点。
- 轻微上调前期盈利预测，维持谨慎推荐评级。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	38,074,800	23.06	16,602,500	28.30	0.48	22.79	8.71	
2011E	45,994,358	20.8	21,003,000	26.51	0.6	24.49	6.97	
2012E	54,733,286	19	25,484,000	21.34	0.73	26.31	5.73	
2013E								

走势图



市场数据

2011-8-25

收盘价：	4.18 元
52 周最高价：	5.01 元
52 周最低价：	3.93 元
平均持仓成本：	4.47 元

基本数据

2011Q2

总股本（万股）：	34,901,946
流通 A 股（万股）：	26,222,542
每股收益（元）：	0.31
每股净资产（元）：	2.46
每股经营现金流（元）：	0.68
市净率：	1.67

分析师：唐亚韞

执业证书编号：S0550511020010

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: tangyy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

事件：

2011 年中期工商银行实现了稳健增长：11 年半年末,公司总资产规模达到 148960.48 亿元,比年底增长 10.68% 存款规模 120471.38 亿元,比年底增长 8.09% ,贷款规模 73340.40 亿元,比年底增长 8% ; 10 年全年新增贷款 10618.8 亿元, 第一季度新增贷款 3343.47 亿元, 第二季度新增贷款 4714.11 亿元。第三季度新增贷款 371.28 亿元 ; 第四季度新增贷款 2189.94 亿元, 在第三季度新贷款迅速减少的情况下, 第四季度新增贷款又有所恢复, 11 年上半年新增贷款 5435.34 亿元 ; 11 年第一季度和第二季度分别新增贷款 2728.45 亿元和 2706.89 亿元, 虽然比去年同期明显减少, 但是整体贷款增速比较均衡, 11 年中期实现营业收入 2311.60 亿元, 同比增长 27.76%, 实现净利润 1095.75 亿元, 同比增长 29%, 实现每股收益 0.31 元, 实现每股净资产 2.46 元。实现加权平均净资产收益率 25.12% (年化) ; 同比提高 1.22 个百分点。

一、2011 年中期工商银行业绩稳健增长的主要原因

1.1 生息资产规模同比大幅增长促使 10 年全年净利息收入稳步增长：2011 年 1-6 月, 工商银行实现利息净收入 1745.04 亿元, 同比增长 21.8%, 净利息收入变化因有以下两点:

1.1a 贷款快速增长和存贷款结构变化

09 年全年工商银行新增本外币贷款达到 11567 亿元, 10 年第一季度工商银行又新增了 3343.47 亿元的本外币贷款, 10 年全年工商银行新增了 10618.8 亿元的贷款, 11 年第一季度和第二季度, 工商银行又分别新增了 2728.45 亿元和 2706.89 亿元的贷款, 大量增加的存量信贷持续产生利息收入, 从贷款的结构看, 10 年年末, 工商银行票据贴现的余额为 1171.35 亿元, 比第三季度末的水平继续下降, 票据贴现的占比为 1.7%, 比 09 年全年的水平下降了 4 个百分点, 比第三季度末的水平继续下降, 但是未来进一步压缩的空间比较有限, 11 年第一季度末, 工商银行的票据贴现余额为 918.56 亿元, 比年初的水平又有所压缩, 票据贴现的占比下降为 1.30%, 11 年中期, 工商银行的票据贴现的余额为 1053.31 亿元, 比第一季度末的水平有所增加, 占比为 1.4%, 也有所增加; 从个人贷款的情况看, 10 年末工商银行个人贷款的占比为 24.1%, 比年初的 21.1% 上升了 3 个百分点, 11 年一季度末工商银行个人贷款的占比为 24.36%, 比年初的水平又有所提高, 11 年中期末工商银行个人贷款的占比为 24.7%, 继续稳步提高; 从存款的结构看, 10 年 1 季度末活期存款的占比为 50.57%, 10 年年末工商银行活期存款的占比为 52%, 比年初的 50.8% 相比上升了 1.2 个百分点, 第四季度工商银行的存款出现了明显的活期化的趋势。11 年第一季度末, 工商银行的活期存款的占比为 51.79%, 比年初的水平略有下降, 但是同比出现了上升的趋势; 11 年中期工商银行活期存款的占比为 53.9%, 比第一季度末继续提升。

1.1b 净息差同比和环比都出现了上升趋势。

工商银行 09 年全年的净息差为 2.26%, 第四季度的净息差为 2.19%, 2009 年第一季度的净息差为 2.35%, 2010 年一季度的净息差为 2.30%, 同比出现轻微上升; 环比继续维持下降趋势, 同比上升 2 个基点, 环比下降 6 个基点。

2010 年全年, 工商银行的净息差为 2.44%, 同比上升了 18 个基点, 从净息差上升

的来源看，生息资产的收益率降低了 2 个基本点，但是付息负债的成本下降了 21 个基本点，也就是说净息差上升的主要来源是付息负债成本的下降，从环比情况看，第四季度净息差环比与第三季度相比环比也有明显的上升。

2011 年第一季度，据我们初步估算，工商银行的净息差为 2.45%，同比出现了较为明显的上升趋势，环比上升趋势不明显。

2011 年中期，工商银行的净息差为 2.60%，比 2010 年中期的 2.37%同比上升了 23 个基本点，从第二季度单季度的净息差看，单季度的净息差达到 2.7%，环比上升幅度明显提高。

1.2 与 10 年年度的情况类似，中间业务收入的快速增长依旧是工商银行 11 年中期的经营亮点，他使银行整体的营业收入的增长幅度要大于净利息收入：11 年中期，工商银行实现手续费净收入 537.91 亿元，同比增长 45.8%，手续费净收入占比为 22.37%，比去年同期的 20.39%相比上升了 1.89 个百分点，除了手续费净收入之外的其他非息业务收入 2011 年中期工商银行实现了 28.65 亿元，而去年同期仅仅实现了 7.27 亿元，今年同比出现了大幅度的增长，主要原因是其他营业净收入大幅度增长，主要是汇兑净收益和租赁收入，整体非息业务收入本年度工商银行实现 566.56 亿元，非息业务收入占比为 23.99%。

1.3 实际税率轻微下降：11 年中期，工商银行的实际税率为 23%，比去年同期的 23.19%轻微下降了 0.19 个百分点。

1.4 成本收入比有所下降 在工行加大费用控制和营业收入增速恢复的情况下，工商银行的成本收入比同比出现了下降，09 年全年工商银行的成本收入比仅为 33.18%，2010 年第一季度工商银行的成本收入比为 27.82%，比去年同期的 25.87%继续上升了 1.95 个百分点。2010 年上半年工商银行的成本收入比为 28.18%，同比下降了 1.51 个百分点。2010 年前三季度工商银行的成本收入比为 28.69%，比去年同期的 30.92%下降了 2.23 个百分点。2010 年全年工商银行的成本收入比为 30.99%，比 2009 年的 33.18%下降了 2.19 个百分点。2011 年第一季度工商银行的成本收入比为 25.44%，比去年同期的 27.82%下降了 2.38 个百分点。2011 年中期工商银行的成本收入比为 25.82%，同比下降了 2.65 个百分点，主要是营业费用的增速小于营业收入的增速 13.6 个百分点。

二、工商银行资产质量情况

11 年中期，工商银行继续保持了资产质量的优良，实现了不良贷款余额和不良贷款率的下降，11 年 6 月末，工商银行的不良贷款余额为 694.86 亿元，比年初的水平减少了 34.55 亿元，不良贷款率为 0.95%，比年初的水平下降了 0.13 个百分点，拨备覆盖率为 261.14%，比年初的水平继续提高了 32.94 个百分点。

从信贷成本的角度看，工商银行 10 年全年计提贷款拨备在 278.88 亿元左右，年化的信贷成本为 0.45%左右，而 09 年全年的信贷成本在 0.38%，10 年的信贷成本有所上升。年末的拨贷比为 2.46%，基本已达标，未来信贷成本增加的压力较少。11 年第一季度工商银行计提贷款拨备 88.59 亿元，信贷成本为 0.13%，年化的信贷成本为 0.42%，出现了拨备释放支持利润的现象，不过整体不是非常明显，拨备政策整体保持平稳。从拨贷比的情况看，季度末的拨贷比为 2.47%，比年初的水平略有提高。11 年中期工商银行计提了

167.94 亿元的贷款拨备，年化的信贷成本为 0.48%；比第一季度末的水平和年底的水平均有所提高，工商银行第二季度加大了拨备计提力度，中期末的拨贷比已经达到 2.48%。预计下半年可以轻松达标，未来的拨备政策将保持稳定。

三、工商银行业绩推介会纪要

2011 年 8 月 25 日晚间，工商银行在北京召开了中期业绩发布会，会议的主要内容如下：

1、手续费净收入快速增长的原因和未来趋势

中期工商银行手续费净收入快速增长主要由四部分组成，结算、清算与现金管理业务实现了 135.82 亿元的净收入，占比为 23.9%；投资银行业务收入实现了 131.55 亿元的净收入，占比为 23.14%；个人理财及私人银行业务实现了 105.52 亿元的净收入，占比为 18.56%，银行卡业务实现了 80.58 亿元的净收入，占比为 14.18%，四项合计实现收入为 453.47 亿元，占比达到 79.77%，这些业务能够实现较大规模的收入和较快的增长是和工商银行的传统优势分不开的，比如结算与清算业务与工商银行的庞大的客户基础、发达的结算网络和先进的结算工具有密切关系，投资银行业务与工商银行庞大优秀的公司客户基础有关，银行可以获得很多的收购兼并和财务顾问的业务机会，个人理财及私人银行业务与工商银行将近 3 亿的个人银行卡客户密切相关，这些优势都是同业很难在短期内复制和超越的，因为这种快速增长态势还将在一定时期内延续。工商银行在未来一段时期内设立的手续费净收入占比的目标是要达到 25%。

2、有关平台贷款

截至 6 月末，工商银行平台贷款的余额为 9310 亿元，比去年年末的 6496 亿元有了明显增加，与同业一样，主要是受到监管口径的变化，如果考虑原先口径，平台贷款的余额应该为 6230 亿元，下降了 260 亿元。

从现金流覆盖情况看，全部覆盖的为 80.79%，基本覆盖的为 13.42%，两者合计为 94.21%，是同业中最高的，另外，无覆盖的占比为 3.8%，这部分有超过 50%的分布在北京、上海、深圳和江苏省等地方政府财力较为雄厚的地区。

从平台的行政级别看，省市级平台的占比为 94.6%，县级平台的占比为 5.4%，目前平台贷款的不良率为 0.25%，都是在 2011 年以前发放的地方的二级公路的贷款，目前工商银行除了增加抵押和抓紧追索之外，还计提了充足的拨备，拨备覆盖率为 1782%，拨贷比为 4.46%。

3、有关贷款结构的调整

截至 6 月末，工商银行的贷款余额中中小企业贷款占比达到了 47.4%，其中特别是小企业贷款的增长速度达到了 23.7%，比全行平均的贷款增速高出了 17 个百分点；个人贷款的增长速度达到了 10.9%，而且个人贷款的增量中有超过 75%的部分都是个人非按揭贷款，而且从 7 月份的情况看，这种调整还在继续，7 月份大型项目贷款的占比减少了 0.3 个百分点，房地产贷款的占比减少了 1.8 个百分点，这些减少的部分都投入了中小企业贷款和个人贷款。将有利于工商银行控制风险和增加收益。

4、有关资本充足率问题

截至 2011 年中期,工商银行的资本充足率和核心资本充足率分别为 12.33%和 9.82%,这些数据已经充分考虑了平台贷款风险权重提高的影响。新的资本监管办法在权重法下对于银行有一些不利的影响,但是工行已经积极申请实施新的资本协议,实施内部评级法,工行自己进行的测算,如果实施内部评级法的话,对于资本充足率有正面的影响,影响为 1.17 个百分点,当然这种测算还具有一定的不确定性。

如果从未来的长远发展看,首先工商银行要继续进行业务结构和资产结构的调整,尽量节约资本消耗,其次,未来一段时间内,工商银行内部利润的积累将成为资本的重要补充渠道,如果按照去年 40%的分红率计算,在今年中期的利润基础上,不考虑利润增长,11 年-13 年的三年,工行的内部利润积累可以提供 4000 亿的核心资本。当然工商银行也会在适当的时候考虑外部资本补充,包括次级债和可能的股权融资方案,但是目前尤其是股权融资还完全没有具体的方案。

四、盈利预测和投资建议

4.1 盈利预测

从盈利预测上讲,我们轻微上调前期的盈利预测,预测银行 2011 年实现净利润为 2100.30 亿元,同比提高 26.51%,实现每股收益为 0.60 元,每股净资产为 2.55 元,2012 年实现净利润为 2548.40 亿元,同比提高 21.34%;实现每股收益为 0.73;实现每股净资产为 3.00 元;按照 8 月 25 日收盘价 4.18 元计算,目前的动态 PE 和 PB 分别为 6.97 和 1.64 倍。

4.2 投资建议

作为国内最大的银行,工行的最大除了体现在资产规模、分支机构网点数、客户基础、存贷款市场占有率等指标上,也体现在最大的发卡行、公司理财产品销售、境内分行中间业务收入总量和增量等更多的指标上,我们一直认为工行的综合素质在大银行中仅次于交通银行,而且随着工行在管理水平和创新能力上的逐渐提升,工行的长期投资价值也将逐步提升,从长期来看,我们维持对工商银行长期推荐的投资评级。但是考虑到房地产政策和房地产市场的不确定性,短期维持谨慎推荐评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。