

工商银行(601398)三季度报点评

谨慎推荐

维持评级

金融/银行

发布时间：2011 年 10 月 27 日

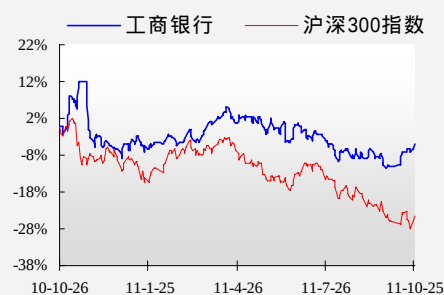
投资要点：

- 2011 年前三季度，工商银行实现营业收入 3484.97 亿元，同比增长 25.50%，实现净利润 1639.78 亿元，同比增长 28.31%，实现每股收益 0.47 元，实现每股净资产 2.58 元。实现加权平均净资产收益率 24.72%(年化)；同比提高 1.32 个百分点。
- 净息差同比和环比维持上升趋势，不过与可比同业的情况类似，第三季度环比上升幅度比第二季度有所收窄，应该是受到保证金存款准备金政策的影响。
- 资产质量维持双降，信贷成本比去年同期的水平有所提高，比中期的水平有所下降，季度末的拨贷比维持在 2.48%，预计年末可以轻松达标，未来的拨备政策将保持稳定。
- 维持盈利预测和短期谨慎推荐评级。

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	8.97	
2011E	45,994,358	20.8	21,003,000	26.51	0.60	24.49	7.17	
2012E	54,733,286	19	25,484,000	21.34	0.73	24.87	5.89	
2013E	64,311,611	17.5	30,224,024	18.6	0.87	25.2	4.94	

走势图



市场数据

2011-10-27

收盘价：	4.30 元
52 周最高价：	5.01 元
52 周最低价：	3.94 元
平均持仓成本：	4.36 元

基本数据

2011Q3

总股本（万股）：	34,901,954
流通 A 股（万股）：	26,222,550
每股收益（元）：	0.47
每股净资产（元）：	2.58
每股经营现金流（元）：	0.49
市净率：	1.67

分析师：唐亚韞

执业证书编号：S055051102001

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：

公司发布 11 年三季度季报，11 年前三季度工商银行实现了稳健增长：11 年前三季度末，公司总资产规模达到 151270 亿元，比年底增长 12.40%；存款规模 121442.32 亿元，比年底增长 8.96%；是已经公布季报中较少的存款规模第三季度实现环比正增长的银行，贷款规模 75990 亿元，比年底增 11.91%；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 年前三季度新增贷款 8084.94 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，11 年第三季度又新增了 2649.6 亿元的贷款；虽然上半年贷款增量比去年同期明显减少，但是整体贷款增速比较均衡，而且第三季度贷款增量没有明显放慢；11 年前三季度实现营业收入 3484.97 亿元，同比增长 25.50%，实现净利润 1639.78 亿元，同比增长 28.31%，实现每股收益 0.47 元，实现每股净资产 2.58 元。实现加权平均净资产收益率 24.72%（年化）；同比提高 1.32 个百分点。

一、2011 年前三季度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 11 年前三季度净利息收入稳步增长：2011 年 1-9 月，工商银行实现利息净收入 2670.87 亿元，同比增长 20.49%，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

10 年全年工商银行新增了 10618.8 亿元的贷款，11 年前三季度，工商银行又新增了 8084.94 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；11 年第三季度末，工商银行票据贴现的余额为 1102.69 亿元，比中期的水平有所上升，票据贴现的占比为 1.45%，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%，11 年第三季度末工商银行个人贷款的占比为 25.11%；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。11 年第三季度末工商银行活期存款的占比为 49.90%，第三季度工商银行活期存款的占比下降比较迅速

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 个基点，但是付息负债的成本下降了 21 个基点，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。

2011 年第三季度末，工商银行的净息差为 2.63%，比 2010 年同期的 2.40% 同比上升了 23 个基点，从第三季度单季度的净息差看，单季度的净息差达到了 2.76%，环比上升了 6 个基点，环比上升幅度比第二季度的环比上升幅度有所减少。

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 年前三季度的经营亮点，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 年前三季度，工商银行实现手续费净收入 782.95 亿元，同比增长 43.49%，手续费净收入占比为 22.47%，比去年同期的 19.65% 相比上升了 2.82 个百分点，除了手续费净收入之外的其他非息业务收入 2011 年前三季度工商银行实现了 31.15 亿元，而去年同期仅仅实现了 14.59 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 814.1 亿元，非息业务收入占比为 23.36%。

1.3 实际税率轻微下降：11 年前三季度，工商银行的实际税率为 22.78%，比去年同期的 23.17% 轻微下降了 0.39 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。2011 年前三季度工商银行的成本收入比为 26.58%，比去年同期的 28.69% 下降了 2.11 个百分点。

二、工商银行资产质量情况

11 年 9 月末，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 9 月末，工商银行的不良贷款余额为 691.90 亿元，比年初的水平减少了 40.51 亿元，不良贷款率为 0.91%，比年初的水平下降了 0.17 个百分点，拨备覆盖率为 272.66%，比年初的水平继续提高了 44.46 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%。11 年前三季度工商银行计提了 244.28 亿元的贷款拨备，年化的信贷成本为 0.45%；比去年同期的水平有所提高，比中期的水平有所下降，季度末的拨贷比维持在 2.48%，预计年末可以轻松达标，未来的拨备政策将保持稳定。

三、盈利预测和投资建议

3.1 盈利预测

从盈利预测上讲，我们维持前期的盈利预测，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 0.6 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 元；按照 10 月 27 日收盘价 4.31 元计算，目前的动态 PE 和 PB 分别为 7.18 和 1.69 倍。

3.2 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。