

工商银行(601398) 季报业绩发布会纪要

资产组合安全边际高

金融/银行

谨慎推荐

维持评级

发布时间：2011 年 10 月 28 日

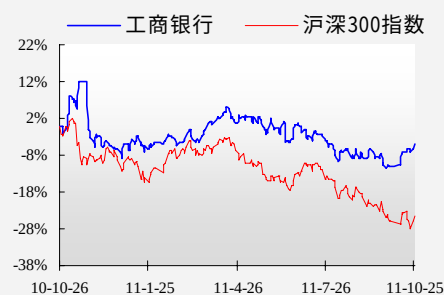
投资要点：

- 从未净息差未来趋势看，银行认为净息差还可以持续上升，主要原因：1、银行现有的贷款有 40%左右的贷款今年三季度以后要完成重新定价，重新定价之后利率水平肯定后有所提升；2、11 年一季度以来，按揭贷款的首套房利率调整为基准利率，此次调高的效益还将继续显现；3、目前工商银行执行上浮利率的贷款比重只有 26.5%，未来还是存在一定的继续上浮和利率调整的空间。4、工商银行的活期存款的结构占比超过了 50%，整体活期存款的占比较高，所以银行对未来净息差的持续增长还是有信心的。
- 承兑汇票截至三季度工行有 3160 亿元，其中收取了企业保证金的不具有杠杆效应的承兑汇票的占比为 25%；到目前为止，工行整体承兑汇票中发生银行垫款的比例为 0.7%。
- 工行目前整体委托贷款的规模有 6060 亿元，其中将近 4000 亿来自于公积金和理财类的委托，只有 1900 亿元来自于企业；所以工行整体委托贷款的资金来自于银行的比重应该是较低的。
- 工行目前按揭贷款的抵押率只有 37.61%，在市场波动的情况下依然继续下降，是非常安全的，此外在工行的总贷款中，有 9.97%的贷款是企业设定了房地产抵押的，这部分贷款的抵押率是 39%。
- 工行目前持有 156 亿美元的外币债务，主权债只有 8.9 亿美元，其中 1.7 亿是美国的主权债，是总资产的 0.01%，欧洲债中，俄罗斯和英国的主权债只有 2500 万美元，是总资产 0.001%，这些债券目前还没有明显的减值的迹象，除此以外，不再持有任何欧洲国家的主权债务，所以欧债危机对于工行的直接影响不大。
- 维持前期盈利预测和谨慎推荐评级。

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	0.6	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：

工商银行于 10 月 28 日公布三季度季报，并且于同日上午召开业绩发布会，我们参与了此次会议，会议的主要内容如下：

1. 有关净息差

近几个季度以来，工商银行的净息差逐步环比上升，目前工商银行从 2010 年第一季度以来，已经实现了连续 7 个季度的环比上升，前三季度末的净息差达到了 2.61%，比 2010 年同期上升了 17 个基点，从未来趋势看，银行认为净息差还可以持续上升，主要原因：1、银行现有的贷款有 40%左右的贷款今年三季度以后要完成重新定价，重新定价之后利率水平肯定后有所提升；2、11 年一季度以来，按揭贷款的首套房利率调整为基准利率，此次调高的效益还将继续显现；3、目前工商银行执行上浮利率的贷款比重只有 26.5%，未来还是存在一定的继续上浮和利率调整的空间。4、工商银行目前有 36%的活期存款在三季度末会到期，完成重新定价，目前工商银行的活期存款的结构超过了 50%，整体活期存款的占比较高，所以银行对未来净息差的持续增长还是有信心的。

2、未来的贷款投放计划

今年 1-3 季度，银行境内人民币贷款的增幅 9.8%，比全社会的人民币贷款的增幅低 2.2 个百分点；和四大行的平均水平基本相当，银行继续维持了审慎、稳健和可持续发展的经营理念；而且在社会整体的贷款增幅放缓之后，工行贷款增速的差距与全社会贷款增速的差距在缩小，也就是工行会一贯维持稳健的贷款增速，防止贷款增速的大起大落，同时工行会更注重贷款结构的调整，会进一步加大小企业、贸易融资和个人贷款的投放力度；今年前三季度，小企业贷款的增速达到了 37%，远远高于整体贷款的增速；与此同时，小企业贷款的不良率只有 0.62%，保持了比全行平均优良的资产质量，而且小企业贷款的利率水平也高，带来了较高的收益；工行的境内贸易融资的贷款 1-3 季度增长了 39.3%，也支持了实体经济的发展，个人贷款 1-3 季度增长了 16.8%，也远远高于平均贷款增速，这不仅有力拉动内需，对银行自身的经营和收益水平的提高起到了正面的作用。

3、有关未来的宏观政策

目前的宏观经济形势比较复杂，虽然政策面透露有微调的意图，但是银行认为决策层还面临难度较大的选择，对商业银行来说除了对政策保持敏感之外，还是要对既有经营方针和文化加以保持。

4、有关表外业务和委托贷款

承兑汇票截至三季度工行有 3160 亿元，其中收取了企业保证金的不具有杠杆效应的承兑汇票的占比为 25%；剩余的部分设置了充分的抵押和担保的汇票占比为 48%；也就是说比较纯粹的信用汇票的方式占比为 27.88%，这部分的风险取决于银行对于客户的选择，这部分信用汇票的客户工行主要是 AA 级以上的客户；到目前为止，工行整体承兑汇票中发生银行垫款的比例为 0.7%，要明显低于整体贷款平均的不良率 0.91%，所以工行银行承兑汇票业务的发展整体是健康的。

有关委托贷款，只要是严格依法合规办理的委托贷款，银行本身不会承担项目的风险，因为银行在其中仅仅扮演接受委托和管理的角色；当然，银行也注意到社会上有些其他银行在办理委托贷款中，协议文本签订和管理不完善，就容易导致银行自身的风险，

工行则注意这一点，在各级行都设立了法律事务部，其重要职责之一就是委托贷款协议文本的合法性和规范性进行审核；而且委托贷款的资金不应该来源于银行，不过委托贷款的业务比较复杂，有银行理财、企业、各种公积金和个人的委托贷款，在这当中，这有企业类的委托贷款，其贷款的资金来源是非常有可能来自于银行，这就需要银行在管理中认真甄别；工行目前整体委托贷款的规模有 6060 亿元，其中将近 4000 亿来自于公积金和理财类的委托，只有 1900 亿元来自于企业；所以工行整体委托贷款的资金来自于银行的比重应该是较低的。

5、有关小企业贷款未来的发展

有关工行小企业的平均贷款利率是 6.75%，如何理解这一水平，第一 6.75%比基准利率上浮，这主要是根据风险溢价的基本原理，同时也是为了覆盖管理成本的需要，第二 6.75%较基准利率上浮的幅度是非常有限，整体上仅仅上浮了 11.7%，比目前的民间金融和小额贷款公司的贷款利率要明显降低。

有关小企业贷款的新政出台之后，不会影响工行小企业的的贷款政策，因为工行长期以来对小企业的贷款政策是正常合适的。

未来，工行会继续加大对小企业贷款投放的力度；目前工行从总行和一级分行都有小企业服务部，从二级分行开始，已经建立了 300 多家的小企业专业支行；目前全行的 40 万员工中有 3 万多员工专门从事小企业信贷业务。下一步进一步为小企业设计专业的产品，完善小企业评级制度，继续加强小企业贷款的发展速度。

6、有关工行的分红政策的持续性和未来趋势

工行一直实施较高的分红比率，未来的分红政策的趋势，将取决于经营管理的需要和股东的意愿，未来的分红比率会兼顾股东的近期利益和长远利益，兼顾工商银行的长远发展和市场需求等多方面因素考虑，1-3 季度，工行实现了 1639.8 亿元的税后净利润，按照这一盈利水平和去年的 40%的分红政策，60%的利润留存将极大的补充工行的资本金。工行希望能够维持较为稳定和合理的分红水平。

7、有关监管的问题

目前各方面对于银行监管的水平在逐渐加强，整体上，工行还是能够适应各种监管政策，正在努力向银监会申报争取成为第一批的执行新资本协议的银行，在信用风险方面已经接受了银监会的评估和再评估，目前正在接受银监会的复评，关于市场风险和操作风险，目前正在接受银监会的市场评估；所以工行基本上做好了接受更严格监管的准备。9 月末的资本充足率和核心资本充足率工行为 12.51%和 10.03%，下一步一方面会保持工行盈利能力的可持续增长，补充内部资本，同时要加快结构转型，更多的减少资本占用。

8、有关房地产贷款

工行前三季度整体房地产贷款比年初增加了 537 亿元，增长了 3.32%；增长的幅度慢于整体贷款的增幅；房地产贷款中主要是按揭贷款，比重要远远高于开发贷款；个人住房按揭贷款是开发贷款总量的 2.5 倍，从贷款质量看，目前开发贷款和按揭贷款都保持了良好状态，按揭贷款的不良率从年初的 0.4%下降到 0.37%；开发贷款的不良率从年初的 0.88%下降到 0.77%，都低于整体贷款平均的不良率；而且不良率的下降不是由于贷款余额的增长，开发贷款和按揭贷款的余额比年初都有所减少；从未来的趋势看；工行进行过房地产贷款的压力测试，压力测试的结果和基本方法都向监管部门汇报，符

合监管部门的要求；9月末，按揭贷款的户均贷款余额是 21.33 万元，这个数额还是较小的，单户 50 万以下的贷款比重达到了 68.9%；100 万以下的贷款比重高达 85%；这对保证贷款人的偿债能力是有好处的，而且借款人借款的用途绝大部分是自用的，首套房的比例是 93.3%，第二套房的比例是 4.08%，三套房以上的只有 0.61%，对于保证按揭贷款质量的稳定也是有益的，更重要的是，银行随时监测按揭贷款的抵押率，目前只有 37.61%，在市场波动的情况下依然继续下降，是非常安全的。在工行 1.1 万亿的按揭贷款中，没有一笔贷款抵押率超过 80%。还需要关注其他贷款中以房地产作为抵押的贷款的余额和抵押率，在工行的总贷款中，有 9.97% 的贷款是企业设定了房地产抵押的，这部分贷款的抵押率是 39%。

9、有关海外业务

有关工行国际业务的经营情况，今年以来，工行在国际化方面又迈出了新的步伐，今年前三季度，在欧洲五国、巴基斯坦、印度开设了新的机构，在柬埔寨和老挝的分行获得了批准，非洲和仰光代表处也获得了牌照，工行还准备收购阿根廷的银行，已经获得了境内的监管批准，正在等待境外的监管审批，还有一些国家已经计划开设分支机构，并且也已经获得了银监会的审批，正在向国外机构申请审批，工行已经逐步建立起了横跨五大洲的国际化的经营网络，更重要的是，与此同时，工行已经自行开发了一个强大的全球化的 IT 网络，每新设和收购一家机构，工行都会将其建立或改造成工行统一网络的一部分，从而彻底的改变之前的每设立一个机构，基本上是独立的，靠手工管理的被动局面，除了管理之外，银行的各项业务和产品线都可以通过这个网络快速延伸和覆盖全球所有的工行分支机构中，提高工行新设和收购机构的经营效益发挥的效率。

有关海外机构的经营情况，截至三季度末，没有一家海外机构亏损，目前国际金融市场比较动荡，美国的危机和欧债危机还在持续中，这些危机到目前为止对工行海外机构的资产质量没有看出直接影响，整体工行外币债券的投资是 156 亿美元，没有持有欧洲希腊、爱尔兰、意大利等高风险国家的主权债务；也没有持有希腊、意大利、葡萄牙的任何银行债和企业债，156 亿美元债中，主权债只有 8.9 亿美元，其中 1.7 亿是美国的主权债，是总资产的 0.01%，欧洲债中，俄罗斯和英国的主权债只有 2500 万美元，是总资产 0.001%，这些债券目前还没有明显的减值的迹象，除此以外，不再持有任何欧洲国家的主权债务，所以欧债危机对于工行的直接影响不大。

结论：

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。

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。