

金色阳光智富通顾问组成员    高级分析师    蒋伟凯  
                                         分析师        陈桂元  
                                         助理分析师   刘华

## 工商银行（601398）

报告日期：20111207      报告出处：平安证券 窦泽云      投资评级：强烈推荐（首次）

### 稳健的利润增长、规模扩张和资产质量

#### 投资亮点：

- 2012-13 年利润增长稳健、规模增速回升、资产质量风险可控

随着当前宏观经济政策的预调微调和定向宽松，工商银行将进入一个净息差稳中有升、中间业务继续快速发展、资产负债规模扩张相比今年的全面收紧有所改善的阶段，同时，受益于其稳健的经营策略和严格的风险控制，工行亦将在未来一轮潜在的资产质量风险暴露周期中受到较小的影响。因此，我们预计，工行一贯以来稳健的业绩增长将得以保持，2011-13 年归属股东净利润分别同比增长 28.4%、19.8%、18.5%至 2121 亿元、2542 亿元、3012 亿元。

- 净息差稳中有升、手续费收入占比持续提升、成本收入比承压

在当前及未来一段时间的政策预期下，银行业从明年开始整体净息差继续扩张的幅度将有限，而在资产负债结构和定价能力上的愈发明显的差异将会从明年开始加快各家银行净息差表现的分化，我们预期 2011-13 年工行的净息差将在其较低的资

敬请阅读最后一页的“免责声明及风险提示”。

金成本、持续改善的贷款定价水平和充裕的贷存比空间（三季度末 62.7%）的共同影响下分别上升 19bps、2bps、1bp 至 2.63%、2.65%、2.66%。此外，我们相信，在工行强大的业务平台支持下，手续费收入将继续快速增长，并提高 2011-13 年净手续费收入在营业收入中的占比至 21.8%、23.9%、25.8%。另一方面，工行在县域地区的网点扩张将对成本收入比形成一定的上升压力，但在其一贯严格的成本控制下，2011-13 年成本收入比将被控制在 30%左右。

#### □、 2012 年存款和贷款增速回升、资产质量负面影响有限

今年银行面临的存款压力较大，三季度末工行存款余额较年初增长 9.0%，低于过去三年同期平均水平 7.2 个百分点。我们预计，由于对宏观经济的预期存在一定惯性且行业范围内流动性依然偏紧，存款压力在短期内将持续存在。但是，随着通胀压力逐步减退和调控措施的调整，明年工行的存款增长将好于今年。同时，由于大幅提高贷存比将令资本充足率难以承受、而大幅降低贷存比则会加剧银行的付息压力，我们判断工行将把贷存比维持在现有水平附近，因此明年贷款增速亦将随着存款压力的缓解有所回升。另一方面，工行今年第三季度继续实现不良贷款余额和不良率“双降”，我们预计今年全年其仍有能力实现不良环比“双降”，从 2012 年开始，受行业范围内资产质量风险暴露的影响，工行也将面临一定程度的不良贷款余额净增加，但影响将非常有限。

#### □、 首次覆盖给予“强烈推荐”评级

预计工行 2011-13 年的 EPS 分别为 0.61、0.73、0.86 元，BVPS 分别为 2.70、3.14、3.68 元，对应 12 月 6 日收盘价 4.20 元动态 P/E 分别为 6.9、5.8、4.9 倍，动

态 P/B 分别为 1.6、1.3、1.1 倍，我们认为，在商业银行业绩分化的大背景下，工行稳健的业务模式是其高质量利润增速的有力保证，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

报告日期：20111206

报告出处：申银万国 倪军

投资评级：买入（维持）

### 超级大行凸显强抗周期能力

#### 1. 盈利预测

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

|         | 主营净<br>收入 | 增长<br>率 | 净利润   | 增长率  | 每股收<br>益 | 总资产<br>收益率 | 净资产<br>收益率 | 市盈率  | 市净率 |
|---------|-----------|---------|-------|------|----------|------------|------------|------|-----|
| 2010    | 376589    | 25.1    | 16515 | 28.4 | 0.47     | 1.23       | 20.1       | 10.3 | 2.1 |
| 2011Q 3 | 351729    | 25      | 54359 | 28   | 0.47     | 1.62       | 26.63      |      |     |
| 2011E   | 476047    | 26.4    | 20164 | 22.1 | 0.57     | 1.30       | 20.6       | 8.5  | 1.8 |
| 2012E   | 542051    | 13.9    | 22723 | 12.7 | 0.64     | 1.29       | 20.4       | 7.6  | 1.5 |
| 2013E   | 634542    | 17.1    | 26716 | 17.6 | 0.76     | 1.33       | 20.9       | 6.4  | 1.3 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

#### 2、投资要点：

（一）2012 年信贷投放将保持平稳，存款压力较小。从工行了解的情况和温总理讲话看，2012 年货币政策将保持稳健，依经济走势变化预调微调，各家银行的信贷投放也将保持平稳，不会出现较大的信贷增速变动。我们预测明年全年新增信贷8 万亿，信贷增速14.6%，略低于今年15.9%的信贷增速。受制于外围经济环境的恶化，外汇占款增长情况并不乐观，叠加贷存比导致存款派生能力下降，明年各家银行的存款形势依然严峻。我们预计工行2012 年均衡信贷增长可能保持在10%左右，信贷结构调整力度进一步加强。

(二) 2012 年净息差将见顶回落，中间业务增速放缓。我们判断明年上市银行净利差（综合考虑其他业务收入、公允价值变动等理财产品发行造成的影响）将小幅扩张，综合贡献净利润增长1.38%（利差变化3.67%+其他业务收支-2.29%）。从调研情况看，工行的NIM 明年上半年会继续上行，来自清算结算业务、投资银行、理财产品等中间业务收入将保持稳定增长。

(三) 资产质量稳定，资本约束压力不大。经济增长是解决资产质量问题最好的良药，随着明年经济增长放缓，我们预期行业不良率和不良贷款余额将温和上扬。我们将2012 年的信用成本从0.45%上调至0.65%，上调2012 年行业不良率至0.98%。对于投资者比较担心的小企业贷款和房地产贷款，工行表示中小企业贷款风险控制良好，房价下跌风险可控。工行在2011 年年初及最近的股东会上均表示近期将不会向资本市场融资。

## 免责声明及风险提示

上述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。本产品全部参与人员与本产品所评价或推荐的投资品种无任何利害关系。本产品版权归国信证券所有，未经书面许可机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

郑重提醒：股市有风险，投资需谨慎！

国信证券广州分公司 财富管理中心

地址：广州市天河北路 28 号时代广场东座 701

电话：020-95536（7×12 小时业务咨询热线）、020-83630540（质量监控）

国信证券鑫网：[www.guosen.com.cn](http://www.guosen.com.cn)

金太阳手机网址：[wap.guosen.cn](http://wap.guosen.cn)

敬请阅读最后一页的“免责声明及风险提示”。

创造价值 成就你我