

陈曦

执业证书编号: S0730511080002

021-50588666-8110

chenxi@ccnew.com

高收益买入返售少，12 年息差更平稳

—工商银行（601398）2011 年年报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期: 2012 年 3 月 30 日

报告关键要素:

公司全年净利润2084亿，同比增长26%。公司息差提升幅度偏小，除存贷利差方面的原因外，公司高收益买入返售业务参与较少，故12年息差也将更为平稳。公司存款基础较好，存贷比显著低于监管标准，存款成本上升的压力小于同业水平。机构布局较完善，费用有望保持缓慢增长，在今年银行业营业收入下滑的背景下有助于盈利的稳定。预计公司2012年、2013年EPS分别为0.73元/股、0.86元/股，对应PE5.87倍、4.98倍，维持对公司的“增持”评级。

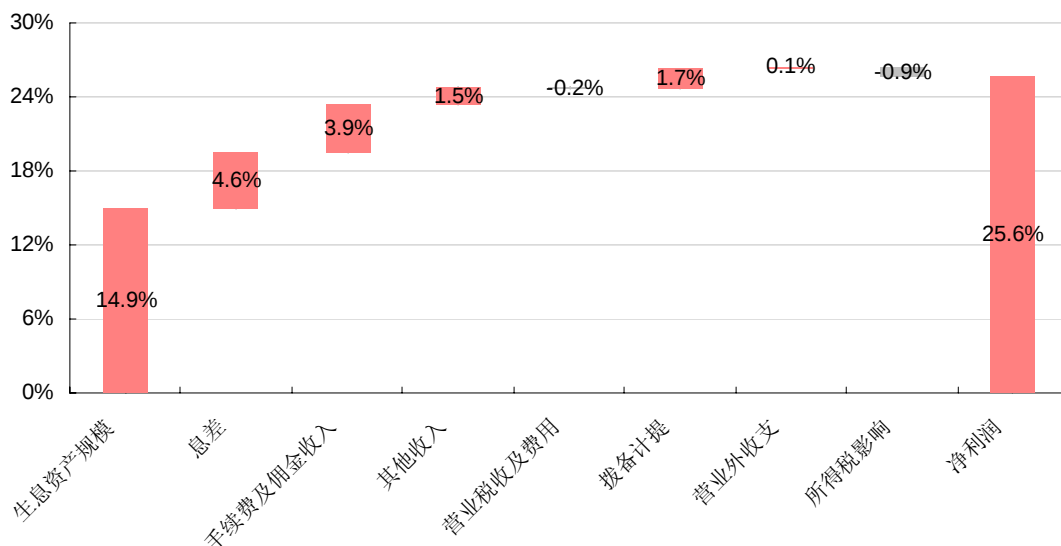
事件:

- 公司发布2011年年度报告。

点评:

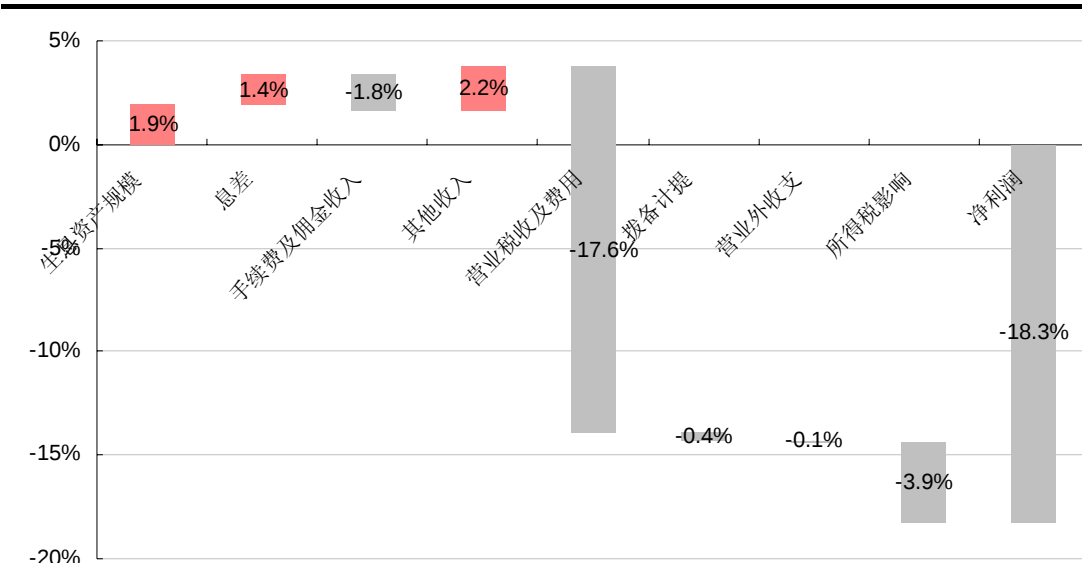
- **11年净利润2084亿，同比增长26%，EPS0.60元。**公司营业收入同比增长25%，拨备前营业利润同比增长25%，营业利润同比增长26%。ROAA1.44%，同比提升0.12个百分点；ROAE23.44%，同比提升0.65个百分点。环比看，4季度营业收入增长3.7%，拨备前营业利润与营业利润均下降14%，净利润下降18%，主要是4季度管理费用环比增长较多。
- **规模增长与息差是最主要的驱动因素。**从驱动因子上看，贡献公司11年净利润增长的主要因素依次是生息资产规模的增长、息差的提升以及中间业务收入的提升。4季度环比看，除了生息资产规模、息差以及其他收入是主要的正面影响因素，费用支出的增加以及所得税实际税率的提高是主要的负面影响因素。

图1: 公司2011年净利润变动影响因素分解（同比）



资料来源: 公司公告、中原证券

图2：公司2011年4季度净利润变动影响因素分解（环比）



资料来源：公司公告、中原证券

- **个人贷款增长明显快于企业贷款。**公司11年贷款总额增长14.70%，与14.27%的行业增速基本持平。个人贷款增长快于企业贷款，个人贷款较年初增长21.93%，主要是个人消费贷款、个人经营性贷款以及信用卡透支增长较快，个人住房贷款则增长缓慢，较年初增长7.93%。企业贷款较年初增长10.96%。投放较多的行业主要是商贸住宿业以及制造业，这两类行业贷款增量合计企业贷款增量的76%。此外建筑业与采矿业贷款也增长较快，但余额占比仍然较小。水利、环境和公共设施管理业贷款较年初减少，主要是公司主动控制城建领域贷款投放的结果。
- **存款结构平稳，存贷比指标较优。**公司11年存款增长10.01%，低于12.72%的行业增速，存款增长受到了中小银行吸存的冲击。年末存贷比为63.52%，较年初上升3.5个百分点，但仍处于优异的水平。结构上看，年末活期存款占比51.44%较年初的52.02%基本持平，而多数披露年报的上市银行活期存款占比有较明显的下降。
- **高收益买入返售业务参与较少，同业息差平稳。**公司11年度存贷利差4.02%，较10年的3.64%提升了38BP，主要是公司信贷结构转型力度较中小银行仍然偏弱。公司11年净息差2.61%，较10年的2.44%提升了17BP。环比看4季度净息差（计算值）2.51%，较3季度提升4BP。公司息差的提升幅度在同业中也属于偏低水平，除了有存贷利差的因素外，公司在买入返售业务方面主要进行的还是传统的债券资产的买入返售，而一些11年高收益的买入返售业务如票据、信托受益权的买入返售则参与较少。这一方面使得公司11年息差提升较慢，另一方面公司12年的息差将相对较为平稳，不会受到业务机会消失的影响。
- **中间业务收入增长近四成。**公司11年中间业务收入同比增长39.4%，增速最快的前四项分别是资产托管、担保及承诺、投资银行、个人理财及私人银行。中间业务收入占营业收入比重达到21.4%，在上市银行中属于较优秀的水平。
- **费用增长合理。**公司业务及管理费用增长19.8%，其中员工费用增长23.8%。成本收入比由10年度的30.6%下降至29.4%。
- **不良贷款余额上升，生成率指标较低。**公司不良贷款余额730亿，加回核销后较年初上升43亿。不良贷款率0.94%，较年初下降0.14个百分点。公司全年的不良贷款毛生成率为0.06%，下半年为0.07%（未年化），在披露年报的上市银行中属于较低水平。不良贷款率上升的行业主要

是交通运输、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业。公司不良贷款拨备覆盖率达到267%，拨贷比达到2.50%。

- **境内布局重县域，境外布局重亚太。**境内机构布局方面，公司11年着重在发展迅速的城市新区和县域地区拓展渠道网络，近60%的新增建物理网点投向了县域地区，其中在无分支机构的县域新增支行39家。11年末公司在境内的机构网点数合计达到16,648个。境外机构布局方面，至11年末，公司在33个国家和地区设立了239个境外分支机构，其中亚太地区的机构数量显著多于其他地区。

图3：公司境外机构网络分布图



资料来源：公司公告、中原证券

- **资本内生能力增强。**11年末公司资本充足率13.17%，核心资本充足率10.07%。在没有权益融资的情况下，公司的核心资本充足率较年初提升了0.1个百分点。
- **维持对公司的“增持”评级。**我们对建设银行与工商银行两家公司的推荐理由相似。公司存款基础较好，存贷比显著低于监管标准，存款成本上升的压力小于同业水平。此外公司机构布局已较完善，费用有望保持缓慢增长，在今年银行业营业收入下滑的背景下，费用的较慢增长有助于盈利的稳定。预计公司2012年、2013年EPS分别为0.73元/股、0.86元/股，对应PE5.87倍、4.98倍，维持对公司的“增持”评级。
- **风险提示。**1、经济增长明显回落；2、房地产价格大幅下挫。

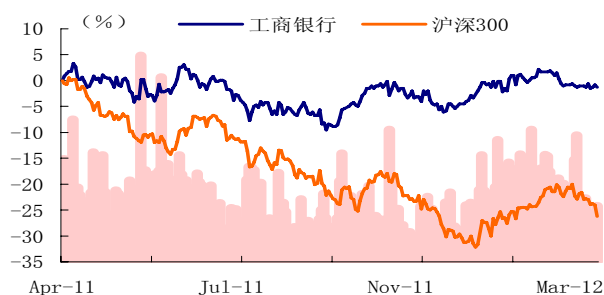
市场数据（2012年3月29日）

收盘价（元）	4.28
一年内最高（元）	4.70
一年内最低（元）	3.94
市净率（倍）	0.00
总市值（亿元）	14,940.76
A 股流通市值（亿元）	11,225.98

基础数据（2011年12月31日）

每股净资产（元）	2.74
总资产（亿元）	154,768.68
所有者权益（亿元）	9,567.42
净资产收益率（%）	23.44
总股本（亿股）	3,490.83
H 股股本（亿股）	867.94

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

财务预测

每股指标与估值	2010	2011	2012E	2013E
EPS (摊薄)	0.47	0.60	0.73	0.86
BVPS	2.35	2.74	3.21	3.77
P/E	9.04	7.17	5.87	4.98
P/B	1.82	1.56	1.33	1.13

盈利能力	2010	2011	2012E	2013E
ROAA	1.32%	1.44%	1.52%	1.56%
ROAE	22.10%	23.44%	24.43%	24.59%
净利差 (SPREAD)	2.33%	2.37%	2.41%	2.39%
净息差 (NIM)	2.40%	2.50%	2.58%	2.57%
信贷成本	0.45%	0.43%	0.45%	0.48%
成本收入比	30.61%	29.38%	28.86%	28.86%
所得税有效税率	22.93%	23.45%	23.50%	23.50%

利润表 (百万)	2010	2011	2012E	2013E
利息净收入	303,749	362,764	428,321	489,062
手续费净收入	72,840	101,550	132,768	173,501
其他非息收入	3,948	6,280	9,588	11,026
营业收入	380,821	475,214	570,676	673,588
营业费用与税金	138,062	168,473	199,423	235,330
资产减值损失	27,988	31,121	38,191	45,879
营业利润	214,487	271,000	333,062	392,379
营业外收支净额	939	1,311	0	0
利润总额	215,426	272,311	333,062	392,379
所得税	49,401	63,866	78,270	92,209
少数股东利润	869	180	216	259
母公司所有者利润	165,156	208,265	254,576	299,911

资产负债表 (百万)	2010	2011	2012E	2013E
现金及存放央行	2,282,999	2,762,156	3,095,262	3,551,719
同业资产	511,087	827,439	949,461	1,089,477
证券投资	3,732,268	3,915,902	4,643,476	5,348,889
贷款总额	6,790,506	7,788,897	8,937,521	10,255,533
贷款损失准备	167,134	194,878	233,069	278,948
贷款净额	6,623,372	7,594,019	8,704,452	9,976,584
生息资产总额	13,316,860	15,294,394	17,625,721	20,245,618
总资产	13,458,622	15,476,868	17,868,503	20,524,537
同业负债	1,132,890	1,547,544	1,864,445	2,129,289
存款	11,145,557	12,261,219	14,069,374	16,144,177
应付债券	100,410	204,161	204,161	204,161
付息负债	12,378,857	14,012,924	16,137,980	18,477,627
总负债	12,636,965	14,519,045	16,745,205	19,206,297
少数股东权益	1,227	1,081	1,221	1,390
母公司所有者权益	820,430	956,742	1,122,076	1,316,850

资产质量	2010	2011	2012E	2013E
不良贷款率	1.08%	0.94%	0.97%	0.95%
不良贷款净生成率	1.18%	0.00%	0.16%	0.12%
拨备覆盖率	228.20%	266.92%	270.00%	285.00%
拨备/贷款总额	2.46%	2.50%	2.61%	2.72%

资本	2010	2011	2012E	2013E
资本充足率	12.27%	13.17%	13.22%	13.37%
核心资本充足率	9.97%	10.07%	10.42%	10.81%
表内杠杆倍数	16.38	16.16	15.88	15.54

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。