

量价环比均有提升—三季报点评

增持维持

目标价格：5.00元

投资要点：

- 量价齐升，优势明显
- 手续费环比下降，资产质量暂无碍
- 维持增持评级

事件：前三季度公司实现净利润1639.78亿元，同比增长28.31%。归属于母公司股东的净利润1638.40亿元，同比增长28.79%。每股收益0.46元，年化加权平均ROE25.07%。三季度净利润544亿元，环比下降2.4%。

报告摘要：

- 规模增长不弱。**三季度末生息资产同比增长12.7%，环比增长1.5%，对净利润同比和环比的贡献度分别为11.77和4.32，大行在激烈的市场环境中规模增长并不示弱。三季度新增贷款2650亿元，接近前两个季度，三季度末贷款环比增长3.6%。
- 净息差反弹。**前三季度NIM年化2.56%，同比提高15个BP；三季度NIM2.55%，环比提高3个BP。手续费增长43.5%至783亿元，三季度手续费环比下降12.1%至245亿元。
- 存款小幅增长0.81%至12.14万亿元。**在全行业存款紧张下，大行的存款优势显现。但活期存款占比下降2.42个百分点至49.9%。
- 资产质量暂无碍。**截至9月底，不良贷款余额为691.90亿元，比上年末减少40.51亿元；不良贷款率为0.91%，比上年末下降0.17%；拨备覆盖率272.66%，比上年末提高44.46个百分点；拨贷比2.55%。
- 投资建议。**我们维持工行盈利预测，预计2011-12年净利润增速分别为23.6%和23%，达到2052亿和2524.6亿元，每股收益为0.58和0.72元，我们在9月4日中报专题中已将评级上调至增持，暂维持评级。静态我们三季报总结。

银行行业研究组

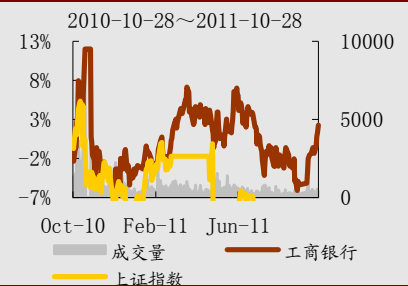
分析师：

张继袖 (S1180511010006)

电话：010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



公司数据

股本(亿股)	3490
市值(亿元)	14588
大股东	中央汇金
持股比例	35.43%

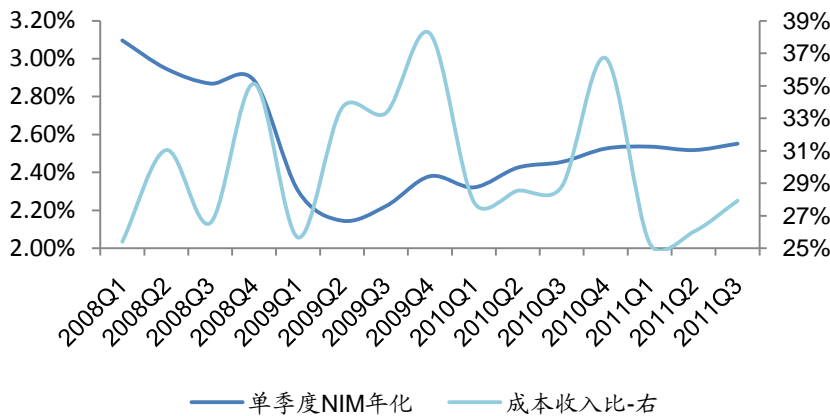
数据来源：wind

相关研究

- 《宏源证券*公司研究*工商银行：成本优势将逐渐显现——中报点评*601398*银行*张继袖》，2011.8
- 《宏源证券*公司研究*工商银行：大行风范——年报点评*银行*601398*张继袖》，2011.3
- 《宏源证券*公司研究*工商银行：净息差在加息中反弹-调研报告*银行*601398*张继袖》，2010.12
- 《宏源证券*公司研究*工商银行2010中报点评--净息差反弹较快*601398*银行业*胡建军》，2010.8

(百万元,元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	309454	380821	456825	560323	695149
净利润	129350	166025	205216	252461	315055
摊薄 EPS	0.39	0.47	0.58	0.72	0.90
BVPS	2.02	2.35	2.76	3.21	3.77
PE(X)	11.17	9.09	7.35	5.98	4.79
PB(X)	2.13	1.83	1.56	1.34	1.14

图 1: NIM 和成本收入比走势图



资料来源: 宏源证券

表 1: 净利润同比增长归因分析

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2010	2011Q1	2011Q2	2011H	2011Q1-3	2011Q3
生息资产规模	17.50	22.23	28.51	36.22	15.14	12.14	12.36	14.31	15.58	12.01	12.80	12.41	11.77	15.33
NIM	-30.91	-33.41	-33.29	-33.61	0.80	12.96	10.39	6.87	5.63	8.78	3.78	6.23	6.24	5.28
手续费净收入	2.34	2.75	5.97	11.06	7.04	6.70	6.14	6.12	6.48	9.40	10.77	10.10	9.41	6.85
其他收支	6.87	2.39	1.60	-2.27	-1.33	-3.25	-2.41	0.87	-1.52	1.89	0.19	1.02	0.45	-0.48
费用收入比	-0.44	-4.81	-14.62	-10.35	-4.17	11.99	10.15	4.04	5.17	5.33	5.28	5.32	4.17	1.29
营业税率	-0.17	-0.17	0.94	1.70	0.39	0.77	0.46	0.47	0.52	0.30	-0.96	-0.35	-0.74	-1.55
拨备支出	9.78	9.41	30.43	53.40	0.63	0.58	-8.23	-4.51	-2.85	-8.76	-4.34	-6.50	-3.95	-3.05
营业外收支	-0.52	-0.06	-0.12	-0.90	0.11	-0.83	0.10	-0.21	-0.19	0.40	0.52	0.46	0.34	0.25
所得税率	1.58	0.80	0.52	4.73	-0.37	-3.02	-2.32	4.25	-0.45	-0.32	0.86	0.28	0.64	1.90
净利润增长率	6.03	-0.86	19.94	59.99	18.24	38.04	26.64	32.21	28.35	29.03	28.91	28.96	28.31	25.82

资料来源: 宏源证券

表 2: 净利润环比增长归因分析

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
生息资产规模	13.56	7.16	2.69	1.30	3.72	4.06	2.92	-38.34	3.48	4.32	2.11
NIM	-34.23	-6.34	3.23	6.26	-2.51	3.92	1.10	42.74	0.39	-0.63	1.14
手续费净收入	9.79	0.97	-1.33	1.08	6.09	0.46	-1.12	0.71	8.99	1.91	-3.16
其他收支	-1.36	2.12	-0.42	-2.14	-0.74	0.19	0.19	0.93	0.51	-1.21	-0.54
费用收入比	27.84	-13.17	0.62	-9.36	23.56	-1.21	-0.44	-14.46	26.30	-1.19	-3.10
营业税率	0.67	0.32	0.20	-0.03	-0.17	0.56	-0.04	-0.08	-0.25	-0.47	-0.47
拨备支出	70.53	-3.96	3.59	-8.95	11.78	-3.44	-4.16	-3.66	3.08	0.61	1.00
营业外收支	-2.20	0.70	-0.72	0.68	-0.70	-0.12	0.15	0.30	0.06	0.01	-0.21
所得税率	10.66	0.97	0.12	-3.34	3.28	-0.78	0.46	1.12	-1.73	0.18	0.83
净利润增长率	95.25	-11.23	7.97	-14.50	44.29	3.63	-0.95	-10.74	40.82	3.53	-2.40

资料来源: 宏源证券

表 3: 盈利预测 (百万元)

资产负债表					利润表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及存放央行	2282999	2136981	1984007	2266951	净利息收入	303749	351034	416694	499648
存放同业和其它	183942	172177	159852	182649	手续费及佣金净收入	72840	103914	142547	194747
拆出资金	64918	60766	56416	64462	其他净收入	3948	1877	1081	754
证券投资	3732268	4956840	6312303	7315138	营业收入合计	380537	456825	560323	695149
买入返售金融资产	262227	245455	227885	260384	营业税金及附加	21484	25772	31611	39217
衍生金融资产	13332	15198	17326	19752	业务及管理费	116578	141616	173700	215496
发放贷款及垫款	6623372	7418469	8348922	9392314	资产减值损失	27988	24097	28368	32571
固定资产	100839	80663	77344	75426	营业支出合计	166050	191485	233679	287284
递延所得税资产	21712	24752	28217	32167	营业利润	214487	265341	326644	407864
无形资产	19305	16466	13530	10545	营业外收支净额	939	938	937	936
其他资产合计	153708	215062	265024	319753	拨备前利润	242475	289438	355012	440436
资产合计	13458622	15342829	17490825	19939541	利润总额	215426	266279	327581	408800
同业和其它金融机构存放	922369	1051501	1155439	1317200	减: 所得税	49401	61062	75120	93745
拆入资金	125633	143222	96287	109767	净利润	166025	205216	252461	315055
卖出回购金融资产款	84888	177192	317258	366676	归属于母公司的净利润	165156	204142	251139	313406
吸收存款	11145557	12705935	14484766	16512633	少数股东损益	869	1074	1321	1649
应付债券	100410	35726	35726	35726	基本每股收益	0.47	0.58	0.72	0.90
其他负债合计	248412	253671	267144	267690	稀释每股收益	0.47	0.58	0.72	0.90
负债合计	12636965	14377206	16367108	18620202					
股本	349019	349019	349019	349019	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积金	122820	125789	129075	131506	成长性				
盈余公积金	53782	74196	99310	130651	营收增长率	23.1%	20.0%	22.7%	24.1%
未分配利润	201157	269362	334619	416057	EBIT 增长率	28.5%	24.0%	22.8%	24.6%
一般风险准备	93071	144375	207490	286254	净利润增长率	28.4%	23.6%	23.0%	24.8%
少数股东权益	1227	2301	3623	5272	盈利性				
股东权益合计	820430	963322	1120094	1314067	ROA	1.2%	1.3%	1.4%	1.6%
					ROE	20.1%	21.1%	22.3%	23.8%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT 率	56.8%	58.7%	58.8%	59.1%
净利润	165156	204142	251139	313406	净息差	2.44%	2.62%	2.70%	2.83%
EBIT	216432	268354	329646	410862	成本收入比	30.6%	31.0%	31.0%	31.0%
NOPLAT	166800	206815	254053	316644	估值倍数				
资产准备	27988	24097	28368	32571	PE	9.09	7.35	5.98	4.79
折旧与摊销	7983	8828	9134	7489	P/S	3.94	3.29	2.68	2.16
来源	1530846	1740241	1989902	2253094	P/B	1.83	1.56	1.34	1.14
运用	1673569	1884207	2147996	2448716	股息收益率	3.78%	4.28%	6.51%	8.12%
自由现金流	32060	71678	105093	128511	EV/EBITDA	6.96	5.39	4.39	3.54

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

张继袖: 银行业高级研究员, 南开大学会计学博士, 北京交通大学博士后, 8年资本市场研究经验, 今日投资2009年度综合金融类最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行、光大银行

机构销售团队

	郭振举	牟晚凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。