

证券研究报告—动态报告

金融

银行

工商银行(601398)

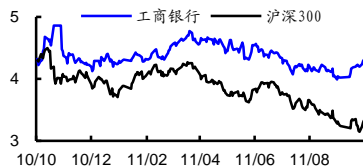
推荐

2011 季报点评

(维持评级)

2011 年 10 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本 (百万股)	349,019.5/262,225.5
总市值 (百万元)	1,486,823/1,486,823
沪深 300/深圳成指	2,427.48/10,315.75
12 个月最高/最低 (元)	5.00/3.95

相关研究报告:

《工商银行-601398-战略稳步推进, 经营持续全面改善》——2011-8-26

《工商银行-601398-负债优势明显, 增长可持续性增强》——2011-3-31

《工商银行-601398-2010 季报点评: 负债业务优势明显, 估值水平偏低》——2010-10-29

《工商银行-2010 中报点评: 业务表现平稳, 增长的持续性和质量较高》——2010-8-27

证券分析师: 邱志承

电话: 021-60875167

E-mail: qiuzc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120056

证券分析师: 黄飙

电话: 0755-82133476

E-mail: huangbiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120061

季报点评

规模增速放缓, 充足率明显上升

●收入 and 盈利增长有所放缓

前三季度收入同比增长 26%, 增速较上季度回落 2 个点, 季度环比来看, 息差收入增长 4%, 但由于手续费收入意外环比下降 12%, 3 季度收入环比持平; 拨备前利润和净利润分别同比增长 29% 和 28%, 增速小幅下降。

●贷款扩张和存贷比提升稳定, 定存比重季节性上升

三季度末一般性贷款余额比年初增长 12% (单季增长 3.6%), 快于行业, 其中个贷增长 17%, 占比逐季提高。但存款增速在 3 季度有明显的下降, 环比几乎没有增长, 同比增速也从中报的 11% 下降到 8%, 增速低于行业。定存比重季节性上升 4 个点, 与长假因素相关, 年末将季节性回落。

●息差持续小幅扩大, 相对弹性不大

前三季度息差比上半年小幅扩大 3 bp 至 2.6% 以上, 在行业中处于中等水平。但其资产收益率不高, 定价能力也略低于同类银行, 息差弹性总体较小。

●手续费收入比重和成本收入比优势稳定

手续费净收入保持 40% 以上高增长, 比重继续维持在 22% 以上的高水平; 费用增速和成本收入比较上半年小幅提高, 仍处同业最优水平之一。

●资产质量继续改善, 拨贷比达标

不良贷款继续小幅双降, 期末不良率降至 0.91%, 第三季度的拨备计提力度略低于上半年 (信用成本约 0.45%), 拨备覆盖率升至 273%, 拨贷比达到 2.5%。

●资本充足率环比上升, 暂无融资需要

3 季度, 工商银行核心资本充足率达到了 10%, 环比上升了 50 个基点, 达到了系统重要银行 9.5% 的标准, 体现了较强的内生性增长能力,

●持续增长能力较好, 维持“推荐”

公司三季度资产业务保持平稳增长, 传统优势稳定, 综合盈利能力保持行业高水平, 资本也较为充足, 未来规模增速会有所放缓, 但这也使其融资压力基本消失, 对估值的影并不负面。从估值看, 2011 P/B 为 1.5 倍, P/E 不到 7 倍, 对于优质银行估值低廉, 维持“推荐”评级。

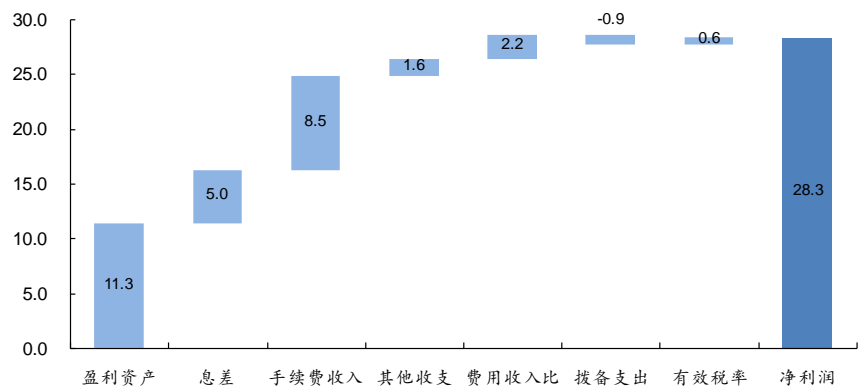
盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
拨备前利润(百万元)	190,467	243,414	309,479	372,365	412,806
(+/-%)	-5.16%	27.80%	27.14%	20.32%	10.86%
净利润(百万元)	130,101	166,894	217,757	261,321	282,148
(+/-%)	17.46%	28.28%	30.48%	20.01%	7.97%
每股收益 (元)	0.39	0.48	0.62	0.74	0.80
资产收益率 (ROAA)	1.17%	1.30%	1.50%	1.65%	1.61%
净资产收益率 (ROAE)	20.34%	22.59%	24.63%	24.89%	22.92%
市盈率 (PE)	11.2	8.7	6.81	5.37	4.61
市净率 (PB)	2.17	1.78	1.54	1.23	0.98
P/PPoP	7.7	6.0	4.79	3.77	3.15

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

图 1 2011 前三季度净利润贡献分析



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 财务数据分析 (公司口径)

利润表 (百万元)	1-3Q 2010 累计	1-3Q 2011 累计	YoY 累计	3Q 2011 单季	2Q 2011 单季	3Q 2011 单季	YoY 单季	QoQ 单季
利息收入	338,818	426,187	26%	118,953	141,826	153,468	29%	8%
利息支出	(117,155)	(159,100)	36%	(40,602)	(52,698)	(60,885)	50%	16%
净利息收入	221,663	267,087	20%	78,351	89,128	92,583	18%	4%
手续费及佣金收入	58,029	83,273	44%	18,974	29,518	26,429	39%	-10%
手续费及佣金支出	(3,466)	(4,978)	44%	(1,300)	(1,654)	(1,925)	48%	16%
手续费及佣金净收入	54,563	78,295	43%	17,674	27,864	24,504	39%	-12%
其他净收入	2,464	6,347	158%	957	1,879	1,954	104%	4%
营业收入	278,690	351,729	26%	96,982	118,871	119,041	23%	0%
营业费用	(95,097)	(116,102)	22%	(33,366)	(38,723)	(41,798)	25%	8%
业务及管理费	(79,131)	(92,176)	16%	(27,917)	(30,674)	(32,793)	17%	7%
拨备前利润总额	184,144	236,742	29%	63,835	80,574	77,516	21%	-4%
资产减值损失	(17,820)	(24,383)	37%	(8,127)	(8,227)	(7,502)	-8%	-9%
利润总额	166,324	212,359	28%	55,708	72,347	70,014	26%	-3%
减：所得税费用	(38,529)	(48,381)	26%	(12,878)	(16,608)	(15,611)	21%	-6%
净利润	127,795	163,978	28%	42,830	55,739	54,403	27%	-2%
手续费净收入占比	19.6%	22.3%		18.2%	23.4%	20.6%		
成本收入比	28.4%	26.2%		28.8%	25.8%	27.5%		

资产负债表 (百万元)	3Q 2010	2010	2Q 2011	3Q 2011	YoY 同比	YTD 比年初	QoQ 环比
贷款总额	6,571,512	6,790,506	7,334,040	7,599,040	16%	12%	4%
债券投资	3,750,638	3,732,268	3,729,597	3,880,181	3%	4%	4%
同业资产	670,436	511,087	819,515	559,294	-17%	9%	-32%
生息资产	13,208,023	13,267,936	14,671,266	14,896,422	13%	12%	2%
存款	11,282,590	11,145,557	12,047,138	12,144,232	8%	9%	1%
同业负债	1,012,437	1,132,890	1,345,909	1,440,479	42%	27%	7%
付息债务	12,400,382	12,390,025	13,565,940	13,762,856	11%	11%	1%
总资产	13,417,887	13,458,622	14,896,048	15,127,002	13%	12%	2%
股东权益	759,505	821,657	859,615	901,866	19%	10%	5%

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

表 2: 工商银行分业务息差 (%)

	2009	2010	H1 2009	H2 2009	H1 2010	H2 2010	H1 2011
贷款	5.21	4.99	5.47	4.98	4.89	5.08	5.39
其中: 对公	5.76	5.26	6.06	5.49	5.21	5.30	5.58
票据	2.32	3.71	2.42	2.20	3.18	4.56	7.82
个人	4.93	4.77	5.15	4.75	4.75	4.78	5.18
债券投资	3.02	2.92	3.12	2.93	2.85	2.98	3.12
金融机构往来	1.09	1.87	0.98	1.20	1.74	2.03	3.03
资产生息率	3.74	3.72	3.86	3.63	3.64	3.80	4.06
存款	1.60	1.35	1.76	1.45	1.35	1.36	1.51
金融机构往来	1.30	1.37	1.38	1.23	1.31	1.43	1.96
债券融资	3.37	3.46	3.27	3.42	3.44	3.48	3.34
负债付息率	1.58	1.37	1.73	1.44	1.36	1.38	1.57
净利差	2.16	2.35	2.13	2.19	2.28	2.42	2.48
净息差	2.26	2.44	2.25	2.28	2.37	2.51	2.60

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

附表 1: 财务预测与估值

价值评估 (倍)	2010A	1-3Q11	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2010A	1-3Q11	2011E	2012E
P/E	9.0	7.4	6.9	5.4	净利息收入	303,749	267,087	361,913	417,756
P/B	1.83	1.67	1.56	1.24	利息收入	462,762	426,187	579,232	672,978
P/PPoP	6.2	5.1	4.9	3.8	利息支出	159,013	159,100	217,319	255,221
市值/总资产(A股)	11.2%	9.9%	10.1%	8.7%	资产准备支出	27,988	24,383	32,772	31,896
股息收益率(税后)	3.4%	4.0%	4.0%	5.5%	拨备后净利息收入	275,761	242,704	329,142	385,860
					手续费净收入	72,840	78,295	104,711	140,012
					其他经营净收益	3,948	3,384	4,655	4,077
每股指标 (元)	2010A	1-3Q11	2011E	2012E	营业净收入	380,537	348,766	471,279	561,846
EPS	0.48	0.47	0.62	0.74	营业费用	138,062	113,139	163,259	190,914
BVPS	2.35	2.58	2.76	3.26	营业外净收入	939	1,115	1,459	1,433
PPoPPS	0.70	0.68	0.89	1.06	拨备前利润	243,414	236,742	309,479	372,365
DPS	0.17	0.19	0.19	0.25	总利润	215,426	212,359	276,708	340,469
盈利驱动	2010A	1-3Q11	2011E	2012E	所得税	49,401	48,381	59,133	79,324
存款增长	14.1%	7.6%	8.0%	9.8%	少数股东利润	-869	-138	-182	-176
贷款增长	18.5%	15.6%	14.0%	10.4%	净利润	166,894	164,116	217,757	261,321
存贷比	60.9%	62.6%	64.3%	64.6%	资产负债表 (百万元)	2010A	1-3Q11	2011E	2012E
盈利资产增长	14.3%	13.0%	10.2%	11.1%	现金及存放同业	194,168	205,350	255,599	262,995
贷款收益率	4.99%	5.72%	5.82%	6.30%	央行准备金	2,282,999	2,916,591	2,771,138	3,021,234
债券收益率	2.92%	3.02%	3.06%	3.14%	拆放金融企业	340,477	394,452	542,698	565,274
资产生息率	3.72%	4.11%	4.18%	4.46%	贷款	6,790,506	7,599,040	7,742,303	8,543,816
存款成本率	1.35%	1.56%	1.60%	1.78%	贷款拨备	-167,134	-188,653	-194,649	-216,723
负债付息率	1.37%	1.61%	1.65%	1.80%	债券投资	3,732,268	3,880,181	3,386,704	3,934,968
净息差(NIM)	2.44%	2.57%	2.61%	2.77%	固定资产	100,839	106,041	105,457	113,384
净利差(SPREAD)	2.35%	2.50%	2.53%	2.67%	递延税款净额	21,712	23,386	24,129	26,866
非利息收入比重	20.2%	23.4%	23.2%	25.6%	其他资产	162,787	190,614	184,310	193,564
费用收入比(含营业税)	36.3%	32.4%	34.6%	34.0%	盈利资产	13,340,418	14,995,614	14,698,441	16,328,286
拨备支出/平均贷款	0.44%	0.45%	0.45%	0.39%	总资产	13,458,622	15,127,002	14,817,689	16,445,377
有效所得税率	22.9%	22.8%	21.4%	23.3%	金融企业存放	1,150,175	1,629,220	1,412,954	1,646,461
					存款	11,145,557	12,144,232	12,037,202	13,216,847
收入盈利增长	2010A	1-3Q11	2011E	2012E	应付款项	229,655	273,539	269,964	310,273
净利息收入增长	23.6%	20.5%	19.1%	15.4%	发行债券	111,578	178,145	132,832	125,842
手续费收入增长	32.1%	43.5%	43.8%	33.7%	付息负债	12,407,310	13,951,597	13,582,987	14,989,150
营业净收入增长	23.1%	25.2%	23.8%	19.2%	总负债	12,636,965	14,225,136	13,852,951	15,299,423
拨备前利润增长	27.8%	28.6%	27.1%	20.3%	实收资本	349,019	349,020	349,614	351,298
净利润增长	28.3%	27.8%	30.5%	20.0%	公积金	177,183	157,925	171,902	203,248
资产盈利能力	2010A	1-3Q11	2011E	2012E	一般准备	93,071	93,251	108,171	116,226
RoAE	22.6%	25.3%	24.6%	24.9%	未分配利润	201,157	300,486	333,843	473,874
RoAA	1.30%	1.51%	1.50%	1.65%	少数股东权益	1,227	1,184	1,208	1,307
RoAA(拨备前)	1.90%	2.18%	2.13%	2.35%	所有者权益	821,657	901,866	964,738	1,145,954
RoRWA	2.57%	2.87%	2.81%	3.00%	贷款结构	2010A	1-3Q11	2011E	2012E
资产质量	2010A	1-3Q11	2011E	2012E	企业贷款	74.2%	73.4%	71.4%	69.9%
不良资产率	1.08%	0.91%	0.89%	0.93%	票据贴现	1.7%	1.5%	4.0%	5.0%
拨备覆盖率	228%	273%	284%	274%	个人贷款	24.1%	25.1%	24.6%	25.1%
拨备余额/全部贷款	2.46%	2.48%	2.51%	2.54%	存款结构	2010A	1-3Q11	2011E	2012E
资本	2010A	1-3Q11	2011E	2012E	企业活期	31.8%	32.6%	32.9%	32.9%
资本充足率	11.9%	12.5%	11.5%	12.5%	企业定期	17.3%	16.3%	16.0%	16.0%
核心资本充足率	10.0%	10.0%	10.1%	11.1%	储蓄活期	20.2%	21.6%	22.0%	22.0%
财务杠杆(倍)	16.4	16.8	15.4	14.4	储蓄定期	26.8%	25.5%	25.0%	25.0%
风险加权资产比重	53%	54%	56%	54%					

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
		刘子宁	021-60933145	技术分析	
				闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432			黄道立	0755-82133397
高健	0755-82130678				
周俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑武	0755-82130422	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
陈玲	0755-82130646			秦波	010-66026317
杨森	0755-82133343			郭莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁丹	0755-82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张骏	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程锋	021-60933167	邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755-82130761	段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158
黄磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
欧阳仕华					
农业		旅游		食品饮料	
张如	021-60933151	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马彦	010-88005304			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998	焦健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098	周琦	0755-82133568
		袁剑	0755-82139918	赵学昂	0755-66025232
		余辉	0755-82130741	邓岳	0755-82150533
		王越明	0755-82130478		
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129
康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘洋	0755-82150566			李杨之	
潘小果	0755-82130843				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪 010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		温馨 13612901872 wenxin@guosen.com.cn
		郑灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn