

工商银行 (601398)

稳健的利润增长、规模扩张和资产质量

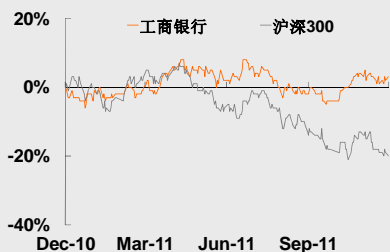
强烈推荐 (首次)

现价: 4.20 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.icbc.com.cn
大股东/持股	汇金公司/35.43%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	349,020
流通 A 股(百万股)	262,225
流通 B/H 股(百万股)	86,794
总市值(亿元)	14623.92
流通 A 股市值(亿元)	10987.25
每股净资产(元)	2.46
资产负债率(%)	94.2

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

龚泽云
S1060210090001
22625902
douzeyun001@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 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。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	309,454	380,821	488,157	580,032	680,554
YoY(%)	-0.1	23.1	28.2	18.8	17.3
净利润(百万元)	128,599	165,156	212,129	254,226	301,219
YoY(%)	16.1	28.4	28.4	19.8	18.5
ROE(%)	19.1	20.1	24.1	25.0	25.3
EPS(摊薄/元)	0.37	0.47	0.61	0.73	0.86
P/E(倍)	11.4	8.9	6.9	5.8	4.9
P/B(倍)	2.1	1.8	1.6	1.3	1.1

正文目录

一、	2011-13 年保持利润稳健增长	4
1.1.	净息差今年四季度继续环比回升、2012-13 年仍可实现稳中有升	4
1.2.	手续费收入继续强劲增长	5
1.3.	成本收入比承受来自县域网点扩张的压力、负面影响可控	5
二、	2012 年贷款和存款增速均衡回升	6
三、	资产质量受到来自行业层面的轻微扰动、总体可控	7
四、	内生性资本增长模式初现成效	8
五、	投资建议及盈利预测	9
六、	风险提示	9

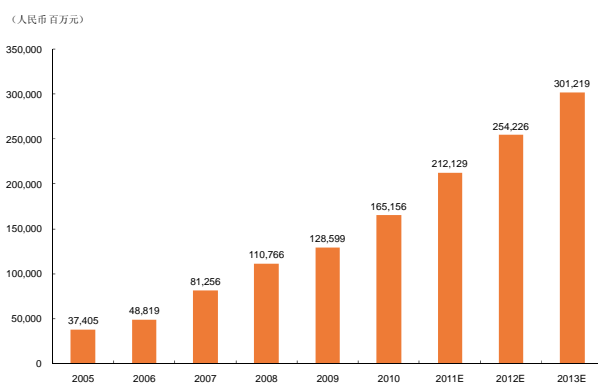
图表目录

图表 1	工商银行归属股东净利润	4
图表 2	五大国有银行净利润同比增速对比	4
图表 3	今年内净息差保持季度环比上升	5
图表 4	2011-13 年净息差稳中有升	5
图表 5	新型中间业务快速发展	5
图表 6	手续费收入对营业收入贡献持续提升	5
图表 7	2011-13 年成本收入比逐年上升、但仍处于历史低位	6
图表 8	贷款余额及同比增速	6
图表 9	存款余额及同比增速	6
图表 10	贷存比稳中略有上升	7
图表 11	今年四季度将延续季度环比不良“双降”	8
图表 12	不良贷款余额变动和同比增速	8
图表 13	2012-13 年不良贷款余额上升、不良率下降	8
图表 14	拨备覆盖率持续上升、拨贷比保持稳定	8
图表 15	核心资本充足率和资本充足率	9
图表 16	股息支付率保持稳定	9
图表 17	工商银行 - P/E band	9
图表 18	工商银行 - P/B band	9

一、 2011-13 年保持利润稳健增长

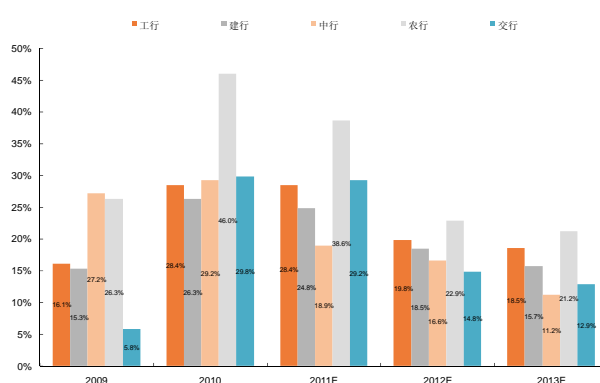
我们预计，工商银行 2011-13 年归属股东净利润将分别同比增长 28.4%、19.8%、18.5%至 2121 亿元、2542 亿元、3012 亿元，由图表 2 可以看出，自 2009 年以来，工行的利润增长在五大国有银行之中最为稳健，我们相信这一趋势将会 2011-13 年得以延续。同时，我们也注意到，在 2012-13 年，工行的净利润同比增速仅落后于农行，而后者较高的利润增速在很大程度上是为了满足上市之后的业绩释放需要，因此，我们认为，工行不止具有稳定的业绩，它在未来还能实现领先于竞争对手的利润增速，而支撑这一业绩预期的，正是其稳中有升的净息差、不断强化的中间业务收入、严格的成本控制以及稳健的资产质量。

图表1 工商银行归属股东净利润



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 五大国有银行净利润同比增速对比



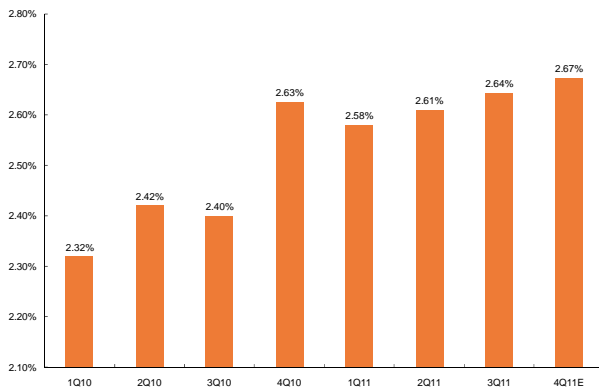
资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.1. 净息差今年四季度继续环比回升、2012-13 年仍可实现稳中有升

今年以来，工行的单季净息差逐季提升，我们认为这得益于其优异的存款基础和充裕的贷存比空间（三季度末 62.7%），因此受到的来自存款成本上升的冲击较小，我们预期这一趋势将会在四季度得到延续，今年第四季度单季净息差预测为 2.67%，环比上升 3bps，2011 年全年净息差 2.63%，环比上升 19bps。

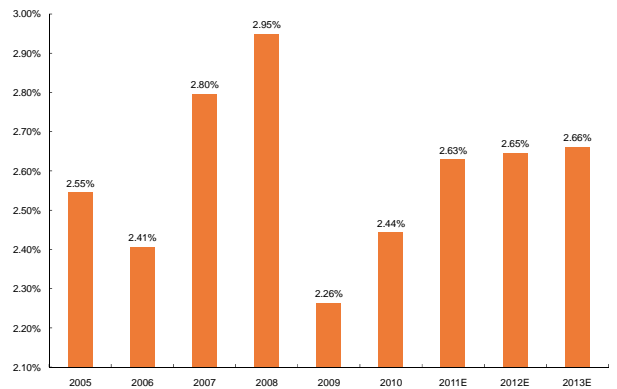
在当前及未来一段时间的政策预期下，银行业从明年开始整体净息差继续扩张的幅度将有限，而在资产负债结构及定价能力上的愈发明显的差异将会从明年开始加快各家银行净息差表现的分化。工行由于活期存款占比较高（截至今年三季度末活期存款占比为 49.9%，高于银行业平均水平 17.4 个百分点），因此对不对称加息尤其是提高活期存款利率的加息方式较为敏感，在 2012-13 年不出现不对称加息的情况下，我们预期工行的净息差仍将在其较低的资金成本、持续改善的贷款定价水平和充裕的贷存比空间的共同影响下分别小幅上升 2bps 和 1bp 至 2.65% 和 2.66%。

图表3 今年内净息差保持季度环比上升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 2012-13年净息差稳中有升

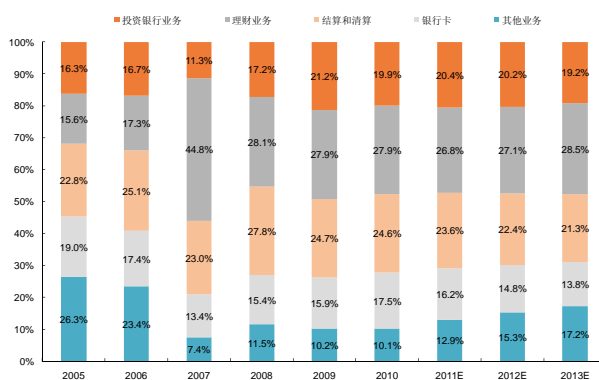


资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2. 手续费收入继续强劲增长

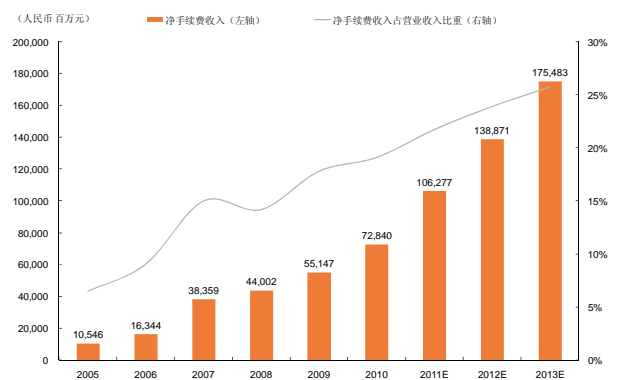
工行的手续费收入近年来在其强大的业务平台支持下实现了快速增长(2011年前三季度净手续费收入同比增长43.5%)，尤其值得注意的是，以投行业务和理财业务为代表的新型中间业务发展迅速，两项合计在总手续费收入中的占比从2005年的31.9%提升至2010年的47.8%，年复合增长率56.7%；同时，结算业务和银行卡这两项最重要的传统中间业务在总手续费收入中的占比从2005年的41.8%小幅上升至2010年的42.1%，年复合增长率44.7%。我们预计，在新型和传统中间业务的共同推动下，工行的手续费收入将继续强劲增长，2011-13年净手续费收入在营业收入中的占比将分别提升至21.8%、23.9%、25.8%，2013年净手续费收入将达到1754.8亿元，2005-13年复合增长率42.1%。

图表5 新型中间业务快速发展



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 手续费收入对营业收入贡献持续提升



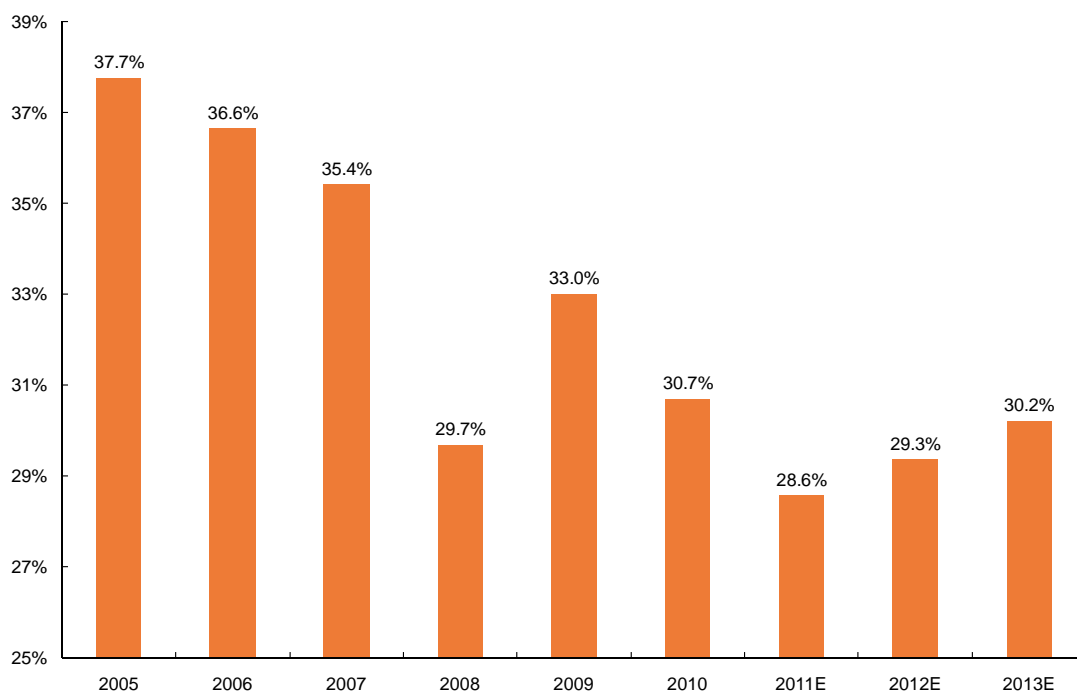
资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.3. 成本收入比承受来自县域网点扩张的压力、负面影响可控

工行已经从今年开始在经济较为发达的县域地区开设新网点，扩大其在县域及三农业务领域的覆盖和市场份额，并将在未来几年内继续网点扩张的进程，我们预计这将对工行的成本收入比形成一定的上升压力，但是在其一贯严格的费用控制之下，上升幅度亦将有限，2011-13年的成本收入比预

测为 28.6%、29.3%、30.2%，仍处于其历史地位，因此县域网点的持续扩张虽然会对成本收入比形成一定压力，但总体负面影响将处于可控范围。

图表7 2011-13年成本收入比逐年上升、但仍处于历史低位

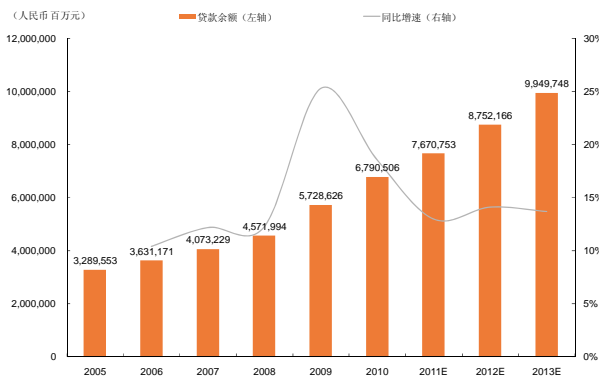


资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、 2012 年贷款和存款增速均衡回升

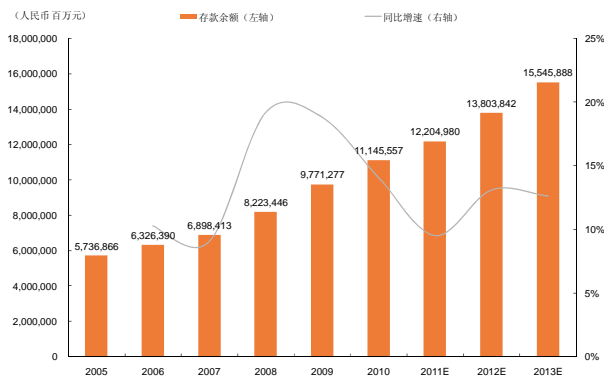
在造成今年银行业整体性存款压力的各种因素中，工行等国有大行的吸存能力实质上受到了来自“三个办法一个指引”的正面影响。随着各种政策层面的预调微调和定向宽松逐步实现，我们相信工行从明年开始将实现贷款和存款增速的回升，2011-13 年的贷款同比增速预测为 13.0%、14.1%、13.7%，存款同比增速为 9.5%、13.1%、12.6%。

图表8 贷款余额及同比增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

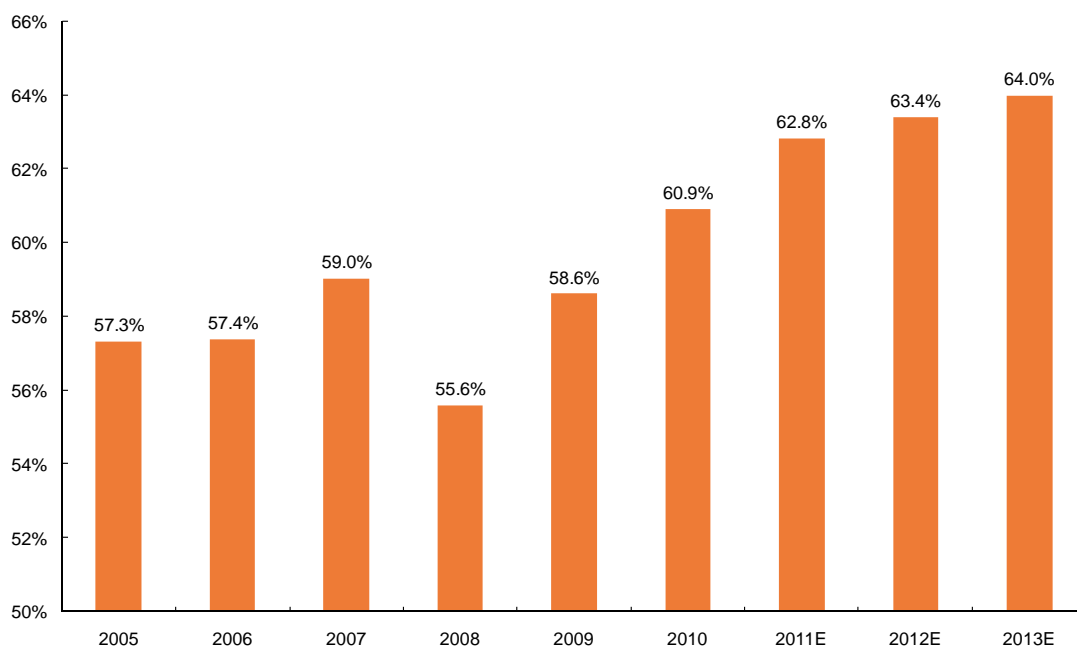
图表9 存款余额及同比增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

此外，我们认为，出于对资本充足率和付息压力两方面的考虑，工行 2012-13 年的贷款和存款增速将会是以维持贷存比在当前水平稳中略升为前提的均衡回升。

图表10 贷存比稳中略有上升



注：此图中贷存比由贷款和存款余额直接计算得出

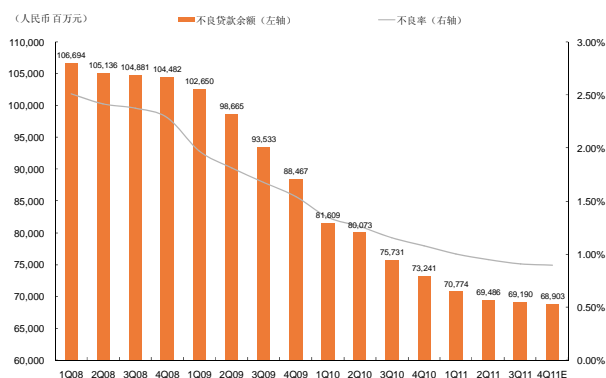
资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、 资产质量受到来自行业层面的轻微扰动、总体可控

过去四年中，工行保持了优异的资产质量历史，从 2006 年 10 月上市至今年三季度均实现不良贷款余额和不良率的季度环比“双降”，我们预计，工行在今年四季度仍可实现不良环比“双降”，从 2012 年开始，行业范围内的资产质量风险暴露将会对工行的资产质量形成轻微压力，2012-13 年工行将出现不良贷款余额小幅上升、不良率继续下降的情况，但总体负面影响将非常有限，因为：

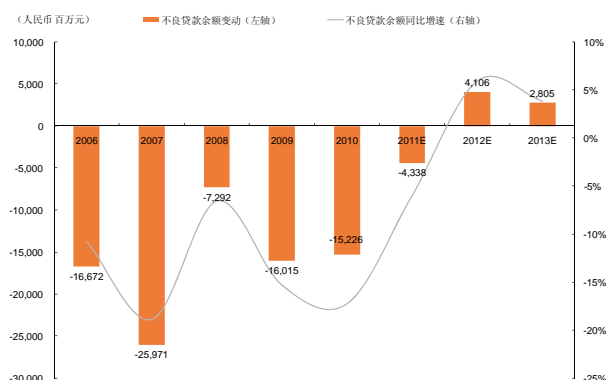
- 工行稳健的经营政策决定了其在项目选择上的高度审慎性；
- 房地产、公路、城建等高风险行业贷款余额今年预计压缩 1000 亿；
- 截至三季度末，地方政府融资平台贷款余额从今年 6 月末的 9310 亿下降到 8061 亿，半覆盖和无覆盖类占比不到 5%，一年内到期的占不到 15%，潜在信用风险和流动性风险均较小；
- 工行比银监会标准更加严格的贷款分类标准为其在信贷风险管理上提供了较大的安全空间。

图表11 今年四季度将延续季度环比不良“双降”



资料来源：公司公告、平安证券研究所

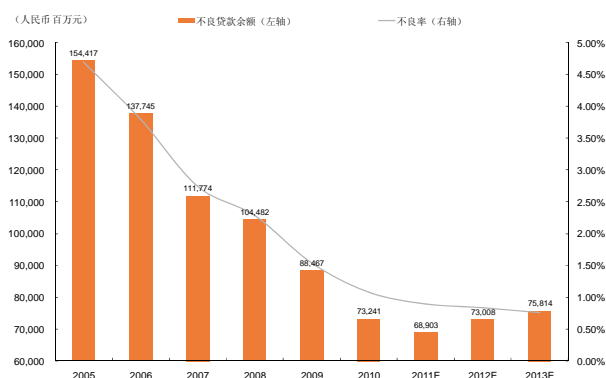
图表12 不良贷款余额变动和同比增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

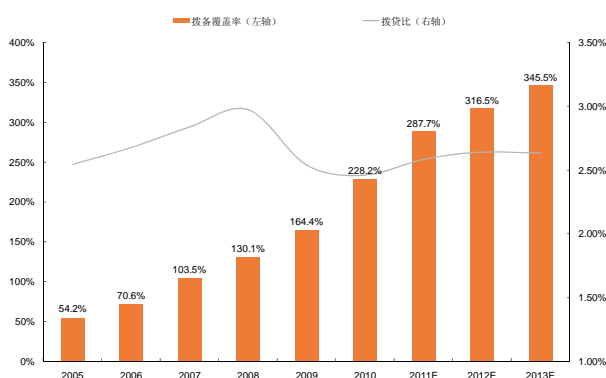
我们预计，2011-13 年不良贷款余额同比增长 -5.92%、5.96%、3.84%，不良率 0.90%、0.83%、0.76%，拨备覆盖率 287.7%、316.5%、345.5%，拨贷比 2.58%、2.64%、2.63%。

图表13 2012-13年不良贷款余额上升、不良率下降



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表14 拨备覆盖率持续上升、拨贷比保持稳定

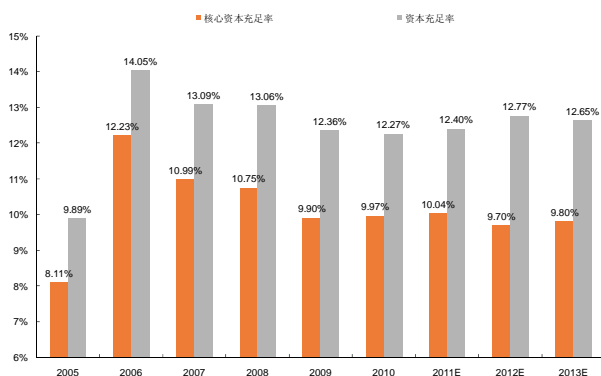


资料来源：公司公告、平安证券研究所

四、内生性资本增长模式初现成效

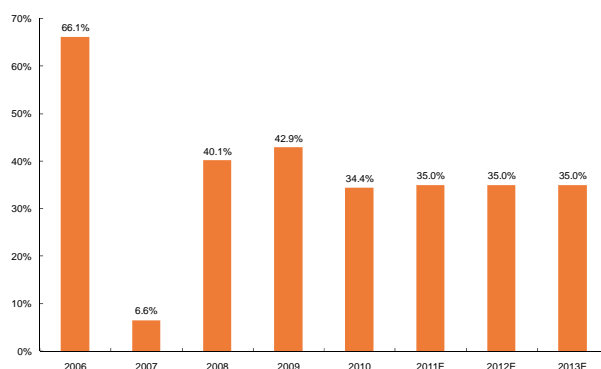
截至今年三季度末，工行的资本充足率和核心资本充足率分别为 12.51%和 10.03%，与二季度末相比分别环比上升 0.18 个百分点和 0.21 个百分点。今年 11 月底的股东大会已经批准明年 6 月底前发行不超过 700 亿元次级债的议案，但在核心资本层面，工行去年再融资时曾经承诺三年之内不再进行股权融资，而作为大型央企，大幅降低分红比例的可能性也很小。因此，我们认为，工行未来将更多地依靠资本（尤其是核心资本）的内生性增长，同时严格控制风险加权资产增速。我们预计，2011-13 年工行资本充足率分别为 12.40%、12.77%、12.65%，核心资本充足率分别为 10.04%、9.70%、9.80%，内生性资本增长模式初现成效。

图表15 资本充足率和核心资本充足率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表16 股息支付率保持稳定

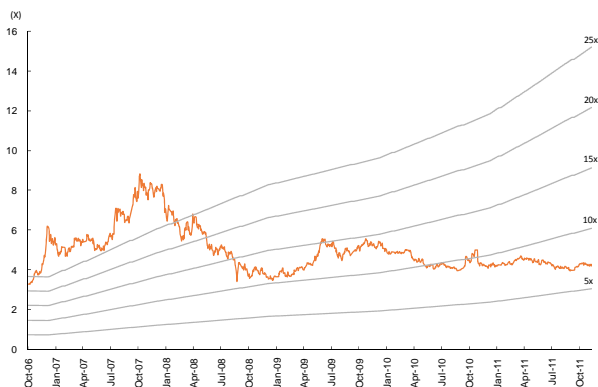


资料来源：公司公告、平安证券研究所

五、 投资建议及盈利预测

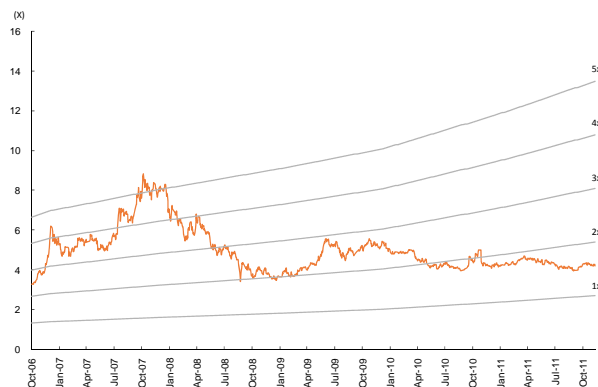
我们预测，工行 2011-13 年的 EPS 分别为 0.61、0.73、0.86 元，BVPS 分别为 2.70、3.14、3.68 元，对应 12 月 6 日收盘价 4.20 元动态 P/E 分别为 6.9、5.8、4.9 倍，动态 P/B 分别为 1.6、1.3、1.1 倍，我们认为，在商业银行业绩分化的大背景下，工行稳健的业务模式是其高质量利润增速的有力保证，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图表17 工商银行 – P/E band



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表18 工商银行 – P/B band



资料来源：Wind、平安证券研究所

六、 风险提示

宏观经济硬着陆，资产质量恶化超预期。

利润表					同比增长率				
单位: 百万元					单位: %				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
利息净收入	303,749	374,102	430,551	491,911	利息净收入	23.6	23.2	15.1	14.3
非利息收入	77,072	114,055	149,481	188,643	非利息收入	21.1	48.0	31.1	26.2
净手续费收入	72,840	106,277	138,871	175,483	净手续费收入	32.1	45.9	30.7	26.4
营业收入	380,821	488,157	580,032	680,554	营业收入	23.1	28.2	18.8	17.3
营业支出	-138,346	-167,367	-203,726	-245,775	营业支出	15.1	21.0	21.7	20.6
拨备前营业利润	242,475	320,790	376,306	434,779	拨备前营业利润	28.1	32.3	17.3	15.5
资产减值损失	-27,988	-37,709	-37,073	-32,861	资产减值损失	20.5	34.7	-1.7	-11.4
营业利润	214,487	283,080	339,233	401,917	营业利润	29.2	32.0	19.8	18.5
营业外收支净额	939	1,033	1,136	1,250	利润总额	28.8	31.9	19.8	18.4
利润总额	215,426	284,113	340,370	403,167	归属股东净利润	28.4	28.4	19.8	18.5
所得税费用	-49,401	-71,028	-85,092	-100,792	贷款总额	18.5	13.0	14.1	13.7
净利润	166,025	213,085	255,277	302,375	存款总额	14.1	9.5	13.1	12.6
少数股东权益	-869	-956	-1,051	-1,157	资产合计	14.2	14.0	13.9	13.1
归属股东净利润	165,156	212,129	254,226	301,219	负债合计	13.8	14.0	13.7	12.8

资产负债表					主要财务指标				
单位: 百万元					单位: %				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
存放央行款项	2,234,075	2,920,397	3,476,119	4,140,150	盈利能力				
同业资产	511,087	569,444	646,221	696,907	净资产收益率 (ROE)	22.10	24.08	24.95	25.32
贷款和垫款总额	6,790,506	7,670,753	8,752,166	9,949,748	总资产收益率 (ROA)	1.32	1.48	1.56	1.62
不良贷款余额	73,241	68,903	73,008	75,814	净息差 (NIM)	2.44	2.63	2.65	2.66
证券投资	3,732,268	4,031,112	4,463,240	4,846,721	非利息收入/营业收入	20.24	23.36	25.77	27.72
资产合计	13,458,622	15,345,825	17,479,509	19,761,069	净手续费收入/营业收入	19.13	21.77	23.94	25.79
同业负债	1,132,890	1,500,888	1,678,569	1,852,473	成本收入比	30.69	28.56	29.35	30.20
吸收存款	11,145,557	12,204,980	13,803,842	15,545,888	资产质量				
应付债券	100,410	138,410	208,410	208,410	不良贷款同比增长率	-17.21	-5.92	5.96	3.84
负债合计	12,636,965	14,402,322	16,379,797	18,473,902	不良贷款率	1.08	0.90	0.83	0.76
所有者权益	821,657	943,503	1,099,712	1,287,168	拨备覆盖率	228.20	287.69	316.50	345.49
					拨备率	2.46	2.58	2.64	2.63
					信用成本	0.45	0.52	0.45	0.35
每股指标				单位: 元	资产负债结构				
EPS	0.47	0.61	0.73	0.86	核心资本充足率	9.97	10.04	9.70	9.80
BVPS	2.35	2.70	3.14	3.68	资本充足率	12.27	12.40	12.77	12.65
DPS	0.16	0.21	0.25	0.30	贷存比	60.93	62.85	63.40	64.00
PPOP/sh	0.69	0.92	1.08	1.25					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257