

# 调研纪要

## 增持维持

目标价格：5元

### 投资要点：

- 📖 贷款增长求稳健
- 📖 净息差上半年没问题
- 📖 资产质量稳定

### 报告摘要：

- **中小企业贷款情况。**2011年前三季度加权收益率6.75%，上浮11%，不良率0.62%。
- **信贷增长保持稳定。**2011年计划是8200亿（14%增速），可以完成。2012年速度下降总量增长，速度会下降，绝对量会有增长。资产质量还是比较稳定的，工行资产质量已经连续11年双降。三季度NPL 0.91%，保持NPL稳定。一季度和二季度没问题，一季度房贷重新定价，二季度有些企业长期贷款重新定价。
- **关于理财产品。**理财产品大部分都是自己管理的，三季度末有8000亿元余额，前三季度发行量3-4万亿，投向债券、银行间市场、项目投资（类似于贷款，贷款管理方式）。收取一部分佣金率，综合收益率2%。保本理财产品在表内，非保本在表外，1000亿表内，7000亿表外。
- **关于平台贷。**工行0.5-0.6%的不良形成率。平台贷展期问题，前期放贷时，有的贷款项目期限和贷款期限不匹配的可能进行期限调整，监管层不允许展期。工行可能会对部分客户项目进行期限调整。
- **投资建议。**我们预计工行2011年净利润增长23.7%，达到2054亿元，每股收益0.59元，2012年净利润增长21.2%，达到2488亿元，每股收益0.71元，对应的PE和PB分别为6.04X和1.34X，维持增持评级。

### 银行业研究组

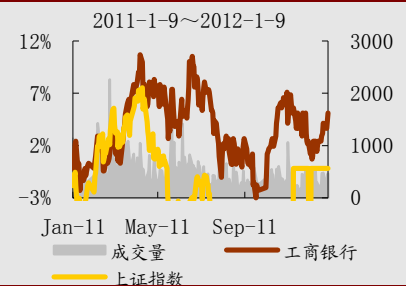
#### 分析师：

**张继袖 (S1180511010006)**

电话：010-88085976

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

- 1 《宏源证券\*公司研究\*工商银行：量价环比均有提升——季报点评\*601398\*银行\*张继袖》，2011.10
- 2 《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
- 3 《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
- 4 《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

(百万元,元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万)	309454	380821	457419	553030	667798
净利润	129350	166025	205365	248803	301666
摊薄 EPS(元)	0.39	0.47	0.59	0.71	0.86
BVPS(元)	2.02	2.35	2.76	3.20	3.74
PE(X)	11.12	9.04	7.31	6.04	4.98
PB(X)	2.12	1.82	1.55	1.34	1.15

### Q1: 中小企业贷款情况。

A: 2011 年前三季度加权收益率 6.75%，上浮 11%。做中小企业思路，控制风险，重点选择大企业产业链上的小企业，相应的收益率会下降一点。总体上发展很快，3 季度末增长人民币 6000 亿，小企业增长 1700 亿元。小企业贷款一部分收益率可能没有体现在贷款收益率上，比如顾问费等。小企业不良率 0.62%。

中小企业贷款放在公司类贷款中，有一部分个人经营贷款放在零售，以后要合并到小微企业贷款中。

### Q2: 个人消费贷增长趋势？

A: 餐饮和零售增长很快。前三季度，个人贷款增长 16%，个人消费贷增长 31%，收益率 6.90%。

做大企业单笔贷款量大，客户数少；小企业标准化产品，成本也会降低，工行有 500 多万户房贷客户，2 亿的个人客户。客户数量增加会带动贷款总量增长。富国银行客户数量远远大于工行，也是靠客户数量带动规模增长。所以，做小企业贷款主要是客户数量积累。

### Q3: 关于银信合作。

A: 到三季度还有 106 亿银信贷款（计入表外业务），到年底都没有了。理财产品还是与信托公司合作，理财产品投资一些信托项目。

理财产品大部分都是自己管理的，三季度末有 8000 亿元余额，前三季度发行量 3-4 万亿，投向债券、银行间市场、项目投资（类似于贷款，贷款管理方式）。收取一部分佣金率，综合收益率 2%。

保本理财产品在表内，非保本在表外，1000 亿表内，7000 亿表外。

### Q4: 2012 年信贷目标

A: 2011 年计划是 8200 亿（14%增速），可以完成。2012 年速度下降总量增长，速度会下降，绝对量会有增长。

资产质量还是比较稳定的，工行资产质量已经连续 11 年双降。三季度 0.91%NPL 太低了，保持 NPL 稳定。

### Q5: 未来最会出现不良的行业？平台贷是否会展期？

A: 工行 0.5-0.6% 的不良形成率。

平台贷展期问题，前期放贷时，有的贷款项目期限和贷款期限不匹配的可能进行期限调整，监管层不允许展期。工行可能会对部分客户项目进行期限调整。

Q6: 如果明年降息或降准, 息差变化情况。

A: 一季度和二季度没问题, 一季度房贷重新定价, 二季度有些企业长期贷款重新定价。

Q7: 贷款行业投向问题。

A: 工行对产能过剩行业的定义和国家略有不同, 比如多晶硅, 工行定义为产能过剩行业, 贷款是压缩的。

未来贷款方向: 小企业贷款(不包括个人)目前占比 8.5%-9%、贸易链条的贷款增速很快、个人, 三者占比 60%。制造业也要一直压缩, 但支持现代设备制造业、现代服务业、文化产业。

前三季度、零售批发、餐饮行业贷款增长最快。

批发类贷款做起来方便、省事, 让地方分行认识到转型是必须的。所以未来向小企业和个人贷款转型。

银行对 2012 年货币政策的预期。货币政策降准是大概率, 不可能像 2009 年全面放松, 降息可能性不大, 数量性调整, 也会比较谨慎。对国内的通胀会产生压力。明年央行整个基调是稳健的, 还是要防止通胀。

Q8: 中间业务收入增长面临一些监管问题, 2012 年有哪些新想法?

A: 监管主要是理财产品, 投行、结算、托管、贵金属等中间业务发展还是很好的, 发展对个人的全面服务。存量看: 结算和清算 200 亿 24%, 个人 18%, 银行卡 15%, 投行 21% 占比。结构比较均衡。

中间业务收入和什么宏观因素比较相关? 个人可支配收入、企业经济活力等。整个中间业务中投行会和贷款有部分关系。

Q9: 今年形势的看法, 净息差的趋势

四季度存款比较紧张, 农行情况稍好, 理财产品分流一部分资金, 主力存款转为机构存款。

存款加大力度, 从月中看下行的比较多, 从月末看存款还会上升, 月底有理财产品转化为存款。四季度存款成本有所上升, 30% 定期存款会在四季度重新定价。

贷款从去年开始放在结构投资上, 新增贷款中长期和房贷都很少。

Q10: 1 月份信贷会比较多, 今年会不会和以前有较大差别

A: 全年信贷 3322, 月份间 433, 1 月份信贷投放占比约 12%。有动力先放贷。目前看, 信贷需求方面没有什么问题, 以前年份有项目剩余下来。从整个中国金融发展看信贷需求还是比较旺盛的。基于国外经验, 国外投资者担心需求不足, 但是中国还远远没有达到国外的程度。三四月份房地产信托到期, 还是有需求的。

银行要转型，基于整个国家宏观大形势变化，脱媒越来越明显。国家放开了企业和地方政府发债，都会减少从银行贷款。对大企业贷款，期限和时间较长，贷款收益率贡献较低，大企业贷款也较消耗资本，小企业相对来说好一点。

除了房地产贷款持续压缩，地方平台贷总体来说，在建和续建项目要保证，新的部分，除了国家重点项目保证贷款，其他都不贷了，2011年会下降20%。2012年也会压缩，尤其是长期的，08年以前发放的到期就不会再贷了。缓释风险就是逐年压缩规模。从十几年经验看，质量还不错，就是收益率低，加权风险高。

Q11: 2012年三月份房地产信托到期，有没有对房地产行业的判断，

房地产价格跌多少可以承受？

A: 监管层认为房价跌40-50%对银行没影响。从工行情况看，各种按揭账面价值比市场价值只有37%（市场价值100，账面价值为37），户均余额只有20万，95%都是首套房，保证了安全性。

中国房贷其实不想美国，中国首付比例高。按揭贷款平均偿还期限7-8年，大部分都会提前还款。

开发贷款到三季度末5000亿，占比5-7%，今年会进一步下降。房地产开发贷质量还挺好的，名单制有效果。2012年继续调控房地产，银行会面临一定压力。

Q12: 电子银行业务发展近况？

A: 电子银行对整个交易贡献度很高，占整个交易的70%，提供更便利的平台，对降低成本也有很大贡献。如果从柜台做一笔交易3-4元成本，电子银行成本只有0.5元。工行从99年就开始投入电子科技，每年对信息科技投入都有50亿元，总共有600亿元投资，建立完整的网络平台。目前电子科技部员工1万人，所有软件都是自己开发的，在珠海，数据中心在上海和北京。

Q13: 关于资产配置问题

A: 2011年债券投资增量不多，大部分是贷款。从长期发展战略看，利差占比逐渐减少，目前是622，利差占比60%，20%投资类，20%手续费，5年内5:2.5:2.5，10年内433比例。工行债券3万亿盘子，大部分买政府债券。以后增加交易性收入，增加信用债配置。

Q14: 工行发行的可转债情况，今后有什么想法。

A: 今后还是想转股，股价涨的高的话就希望转股，希望转股直接补充核心资本。暂时还没有发行二期转债的影响。工行会从保护投资者利益角度，参照发行条款适当调整转股价。

**分析师简介:**

**张继袖:** 宏源证券研究所银行业研究员, 南开大学会计学博士。

**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	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 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	曾利洁 010-88085991 zenglijie@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
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。