

拨备计提力度不大

工商银行 2011 年年报点评

报告关键点:

- 净利润同比增长26.1%，利息收入和中间业务稳定增长
- 全年息差同比增加17bp至2.61%，4季度环比略升
- 不良双升，不良率环比增加2bp至0.94%

报告摘要:

- 业绩符合预期。**2011年实现归属母公司股东净利润2082.65亿元，同比增长26.1%，业绩推动因素为息差、规模和中间业务，全年成本收入比和信用成本变化较小。2011年信用成本比去年同期下降2bp至44bp，成本收入比下降0.97个百分点。4季度单季实现归属母公司股东净利润444.25亿元，环比下降18.3%，同比增长17.1%。4季度营业收入同比增长3.7%，经营费用增加导致净利润环比负增长。4季度的成本收入比环比增加11个百分点，信用成本下降5.3bp。
- 息差环比增加。**全年净息差为2.61%，同比上升17bp。4季度环比上升3bp。去年全年贷款平均收益率5.68%，同比上升了69bp，尤其是新发放的贷款，去年加权平均利率是6.8%，比上年上升了150bp，领先同业。从负债来看，到2011年末，活期存款占比高达53.58%，这有效地保证了付息成本可控。在加息的背景下，全年付息率1.66%，同比只上升了31bp，协议存款占比非常低。预计今年1季度息差仍有望达到2.6%左右。2012年随着加息效应的完全释放，有60%-70%的贷款要重新定价，重定价负债80%为一年之内的，因此2012年息差有望保持稳定。
- 中间业务高增长。**最近几年，得益于产品种类的增加（2005年各种金融产品和服务共887种；2011年是3243种，增加了2.6倍）。手续费收入持续增长。结构上，去年手续费收入中结算清算、现金管理、个人理财、私人银行业务收入各自均超过200亿元，占到79.3%的中间业务收入。预计银监会清理规范收费业务对银行中间业务的发展影响不大。
- 不良增加但逾期率下降。**年末不良率较3季度增加3bp至0.94%，不良余额增加38.2亿元，但逾期率较中期末下降9bp至1.38%。年末拨备并未多提，拨贷比稳定在2.5%。预计今年1季度资产质量保持稳定。
- 投资建议：**工商银行2011年业绩符合预期。工行目前正向国际化和综合化经营方向迈进。非息收入占比达到23%，目前工行各项业务稳步发展，综合实力不断增强。我们预计工商银行2012年净利润增速14%，目前股价对应2012年PE和PB分别为6.29倍和1.34倍，维持“增持-A”评级。
- 风险提示：**资产质量恶化。

财务和估值数据摘要

单位	2010A	2011A	2012E	2012E	2012E
EPS	0.48	0.60	0.68	0.77	0.88
PPOP	0.69	0.87	1.02	1.17	1.35
BVPS	2.35	2.74	3.20	3.70	4.27
DPS	0.18	0.20	0.24	0.27	0.31
PE	9.00	7.17	6.29	5.55	4.89
PPPOP	6.16	4.95	4.19	3.66	3.18
PB	1.82	1.56	1.34	1.16	1.00
股息收益率(%)	4.30	4.74	5.56	6.30	7.16
ROE(%)	20.21	21.76	21.29	20.84	20.53
ROA(%)	1.23	1.35	1.31	1.29	1.30
RORWA	2.33	2.47	2.40	2.35	2.39

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

4.80 元

期限: 6 个月 上次预测: 4.80 元

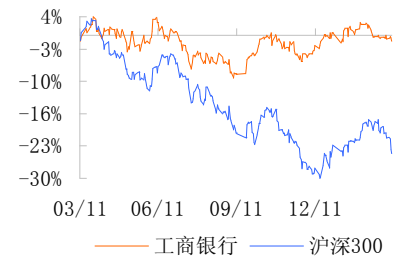
现价(2012年03月30日): 4.33 元

报告日期:

2012-04-05

总市值(百万元)	1,494,076.32
流通市值(百万元)	1,122,597.81
总股本(百万股)	349,083.25
流通股本(百万股)	262,289.21
12个月最低/最高	3.94/4.70 元
十大流通股东(%)	96.65%
股东户数	

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.80	(3.35)	23.60
绝对收益	(3.45)	0.80	(1.37)

杨建海

021-68765375
执业证书编号

首席行业分析师

yangjh@essence.com.cn
S1450511020022

报告联系人

许敏敏

021-68765372

xumm@essence.com.cn

前期研究成果

工商银行: 经营稳健, 业绩符合预期

2011-08-28

工商银行: 向综合化经营迈进

2011-03-31

工商银行: 资产质量提高但信用成本增加

2010-10-29

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2012-03-30

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	ROA Dupont (% of AVG Assets)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
利润表(百万元)											
净利息收入	303,749	362,764	418,959	477,163	541,401	净利息收入	2.41	2.51	2.49	2.44	2.44
利息收入	462,762	589,580	685,858	782,889	884,107	非利息收入	0.61	0.75	0.85	0.93	1.03
利息支出	-159,013	-226,816	-266,899	-305,727	-342,705	营业收入	3.01	3.25	3.35	3.37	3.47
净手续费及佣金收入	72,840	101,550	137,093	178,220	222,775	营业税费	0.17	0.20	0.20	0.20	0.21
手续费及佣金收入	78,008	109,077	147,254	191,430	239,288	经营费用	0.92	0.96	1.02	1.08	1.15
手续费及佣金支出	-5,168	-7,527	-10,161	-13,210	-16,512	计提准备金前的营业利润	1.93	2.10	2.13	2.10	2.12
其它净收入	3,948	6,280	6,125	2,780	7,060	准备金	0.22	0.22	0.32	0.31	0.32
营业总收入	380,537	470,594	562,177	658,163	771,237	税前利润	1.71	1.88	1.81	1.79	1.80
营业税费	-21,484	-28,875	-34,012	-39,490	-46,274	所得税	0.39	0.44	0.40	0.41	0.42
经营费用	-116,578	-139,598	-171,464	-210,612	-254,508	税后利润	1.32	1.44	1.42	1.38	1.38
拨备前利润	242,475	302,121	356,701	408,061	470,454	ROAA	1.32	1.44	1.42	1.38	1.38
资产减值准备	-27,988	-31,121	-53,397	-59,980	-72,070	平均权益乘数	6.50	6.61	6.62	6.59	6.68
税前利润	215,426	272,311	304,704	349,426	399,729	ROAE	22.13	23.43	22.92	22.36	22.00
所得税	-49,401	-63,866	-67,035	-80,368	-93,936	流动性(%)					
净利润	166,025	208,445	237,669	269,058	305,793	贷款/资产总额 - 期末	49.2	49.1	48.0	47.0	47.0
可供母公司分配净利润	165,156	208,265	237,480	268,860	305,584	贷款/资产总额 - 平均	48.4	49.1	48.5	47.5	47.0
资产负债表(百万元)						贷款/存款 - 期末	59.4	61.9	63.1	63.9	64.5
客户贷款	6,623,372	7,594,019	8,695,250	9,839,489	11,037,551	贷款/存款 - 期初	57.1	59.4	61.9	63.1	63.9
证券投资	3,732,268	3,915,902	4,709,927	5,652,472	6,575,562	贷存比(不含贴现)	59.9	62.6	63.8	64.8	65.5
其他生息资产	2,794,086	3,589,595	4,257,049	4,919,745	5,260,450	资产质量(%)					
其他资产	308,896	377,352	452,878	523,377	610,588	不良贷款率	1.08	0.94	1.02	1.13	1.23
资产总额	13,458,622	15,476,868	18,115,104	20,935,082	23,484,152	拨备覆盖率	228.2	266.9	245.0	235.0	230.0
客户存款	11,145,557	12,261,219	13,785,340	15,404,847	17,119,628	拨备/贷款	2.5	2.5	2.5	2.6	2.8
应付债券	102,264	204,161	248,136	246,478	256,794	资本充足率(%)					
其他计息负债	1,139,611	1,719,617	2,481,361	2,772,872	3,081,533	加权风险资产占比	52.85	54.58	54.58	54.58	54.58
其他负债	249,533	334,048	484,163	1,220,023	1,536,704	核心资本充足率	9.97	10.07	9.86	9.91	10.24
负债总额	12,636,965	14,519,045	16,999,000	19,644,222	21,994,659	资本充足率	12.27	13.17	12.81	12.62	12.80
股东权益	820,430	956,742	1,111,104	1,285,863	1,484,492	经营效率(%)					
股本	349,019	349,084	349,084	349,084	349,084	净利息收入/营业收入	79.82	77.09	74.52	72.50	70.20
负债和权益合计	13,458,622	15,476,868	18,115,104	20,935,082	23,484,152	手续费和佣金收入/营业收入	19.14	21.58	24.39	27.08	28.89
YOY (%)						非利息收入/营业收入	20.18	22.91	25.48	27.50	29.80
客户贷款	18.6	14.7	14.5	13.2	12.2	经营费用/营业收入	30.64	29.66	30.50	32.00	33.00
证券投资	3.7	4.9	20.3	20.0	16.3	经营费用/平均资产	0.92	0.96	1.02	1.08	1.15
生息资产	14.2	14.8	17.0	15.6	12.1	盈利能力(%)					
总资产	14.2	15.0	17.0	15.6	12.2	生息率	3.75	4.17	4.19	4.11	4.09
客户存款	14.1	10.0	12.4	11.7	11.1	付息率	1.37	1.71	1.74	1.75	1.76
计息负债	13.6	14.5	16.4	11.6	11.0	利差	2.39	2.47	2.45	2.36	2.32
净利息收入	23.6	19.4	15.5	13.9	13.5	NIM	2.46	2.57	2.56	2.51	2.50
净手续费及佣金收入	32.1	39.4	35.0	30.0	25.0	成本收入比	30.6	29.7	30.5	32.0	33.0
营业收入	23.1	23.7	19.5	17.1	17.2	营业收入税率	5.6	6.1	6.1	6.0	6.0
拨备前利润	28.1	24.6	18.1	14.4	15.3	信用成本	1.4	1.3	0.9	0.9	0.9
税前利润	28.8	26.4	11.9	14.7	14.4	所得税率	22.9	23.5	22.0	23.0	23.5
归属母公司利润	28.4	26.1	14.0	13.2	13.7	股利分配率	38.9	34.0	35.0	35.0	35.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

杨建海，CFA，非银行金融行业首席分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

分析师声明

杨建海声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034