

资产质量最艰难时期已过

增持 维持

目标价格：4.47元

投资要点:

- 📖 资本工具创新利好行业
- 📖 明年净息差有压力
- 📖 维持增持评级

报告摘要:

- **资本工具创新利好行业。**工行参与了银监会资本工具创新小组。资本工具创新是对接巴塞尔III、完善国内资本分类的必然，有利于减少二级市场再融资压力，有利于补充其他一级核心资本。信贷资产证券化是表内信贷瘦身的方法，也是好事。
- **明年净息差会有压力。**三季度 NIM 往上走，四季度还没往下走，明年可能会体现出来，现在有 70%存款完成重定价，接近 40%贷款以及重定价。工行贷款收益率一直往高走，6.25%贷款收益率，高于去年全年 57 个 BP。债券收益率方面，三季度投资收益率 3.59%，上升 29 个 BP。存款付息率 1.99%，比上半年还下降了。定价方面，生息资产收益提升，成本控制良好。总体上有压力。
- **资产质量最糟糕的时候已经过去。**三季度不良率 0.87%，双降，信贷资产质量没有恶化态势，成本也在下降。温州不良数据，最最危险的时候已经过去了，半年报时，长三角不良暴露的较多，半年报不良额上升了，充分暴露过以后，不良有缓解。95588 的不良清收程序，不良和逾期（占比总贷款 1.44%，环比下降），累计清收 415 亿元，现金清收 194 亿元。
- **投资建议。**我们预计工行归属于母公司股东的净利润 2012 年增长 10.25%，达到 2296.11 亿元，每股收益 0.66 元，每股净资产 3.20 元，维持增持评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	380821	470594	502544	545013	584774
增长率(%)	23.06%	23.57%	6.79%	8.45%	7.30%
归母净利润(百万)	165156	208265	229611	241293	257331
增长率(%)	28.43%	26.10%	10.25%	5.09%	6.65%
每股收益	0.47	0.60	0.66	0.69	0.74
市盈率	8.20	6.50	5.90	5.61	5.26

银行研究组

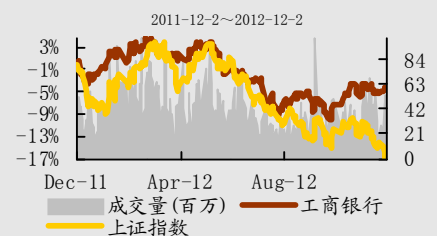
高级分析师:

张继袖(S1180511010006)

电话: 010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



公司数据

股本(亿股)	3493
市值(亿元)	13544
大股东	中央汇金
持股比例	35.43%

数据来源: wind

相关研究

- 《银行业: 综合化+金融工具创新注入活力》
2012-11-28
- 《银行业: M1 增速微降, 利率下行》
2012-11-17
- 《银行业: 抗风险能力增强, 规模超预期增长——三季报总结》
2012-11-7
- 《工商银行: 资产质量稳定——三季报点评》
2012-10-31
- 《民生银行: 小微战略领先, 未来空间广阔——调研报告》
2012-10-30

Q: 关于新资本工具。

新资本管理办法规定：核心一级资本充足率 7.5%，一级资本充足率 8.5%，总资本充足率 10.5%。核心一级资本包括实收资本或普通股、资本公积、盈余公积、未分配利润、一般风险准备等

二级资本包括贷款损失一般准备、次级债、混合债、可转债等。目前中国银行业还没有其他一级资本工具，如优先股等，需要政策突破，需要更高层面的协调。

工行参与了银监会资本工具创新小组，8-9 家银行，发行哪种工具需要银监会的指引和办法。

Q: 关于资产证券化。

对资产负债表瘦身有好处，表内贷款增长减速，对资本的需求也减速。

Q: 关于净息差。

三季度 NIM 往上走，四季度还没往下走，明年可能会体现出来，现在有 70% 存款完成重定价，接近 40% 贷款以及重定价。工行贷款收益率一直往高走，6.25% 贷款收益率，高于去年全年 57 个 BP，一方面有前面加息是影响，还有结构变化的影响，压缩了长期贷款。继续维持贷款结构调整，明年息差下降压力会小一些。

债券收益率方面，三季度投资收益率 3.59%，上升 29 个 BP，因为债市比较好，做了一些优质企业债。

存款成本，付息率 1.99%，比上半年还下降了，和渠道多有关，在全国将近 1.7 万个网点，活期存款占比 49.3%。

定价方面，生息资产收益提升，成本控制良好。总体上有压力。利率上浮占比从 2010 年-2012 年三季度分别为 32%，36%，37%。

按揭贷款基本都在年初重新定价。

Q: 关于资产质量。

三季度不良率 0.87%，双降，信贷资产质量没有恶化态势，成本也在下降。

温州不良数据，最最危险的时候已经过去了，半年报时，长三角不良暴露的较多，半年报不良额上升了，充分暴露过以后，不良有缓解。95588 的不良清收程序，不良和逾期（占比总贷款 1.44%，环比下降），累计清收 415 亿元，现金清收 194 亿元。

Q: 关于利润中心改革。

利润中心改革是事业部制以后的一个问题，得到行内其他部门支持的力度减弱了，利润中心改革在收入划分上更细，改变激励机制。

Q: 关于非息收入。

手续费有些业务还是不错的，比如债券承销、并购等，银团组织费。银行卡业务收费增长 36%，也不错。2013 年 2 月份开始下调费率，新的费率调整会有一些影响，明年 22-24% 费率下调，对银行卡业务收入有影响，但从另一方面商户更愿意装 POS 机，相当于基础扩大了。手续费收入中有很多是分期付款收入，占整个银行卡收入三成以上，信用卡占 40% 以上。未来会扩展分期付款手续费收入比如买车、装修、电子产品，分期付款计入手续费收入，零利息，收手续费。

费率下调对大行扩展市场是有利的，基数大，有利于唤醒一些沉睡的客户。

中间业务收入还有一块是交易性收入，工行是利率、汇率和贵金属交易等的最大做市商。期望明年手续费收入有两位数以上的增长。

Q: 关于理财产品。

三季度末理财产品余额 9983 亿，其中表外非保本 8574 亿元，1409 亿保本。理财投向，不论是项目，还是债券，收益还是比较可靠的，如同业存款等。

说是旁氏骗局有点牵强。一是总余额占比不大，影响也不会很大，二是流动性，1 年期以下占主要，有的投到项目上，用款不是 1 年，但期限错配是必然，靠流动性管理来满足。

目前理财产品政策还没有变化，未来还是会严格管理，这种严格管理，一开始就严格管理是好事，限制不合规产品的发展空间。

和信托合作的理财产品，直接的银信产品没有了，公开的信托计划是有参与，非保本 1900 多亿买信托计划，投向债券的有 2600 多亿。理财业务收入 98.25 亿，24.47% 增长，占比手续费收入 12%，同比上升 3 个百分点。

理财产品收费：销售端 0.02%，托管费 0.4%，达到预期收益后多出来的，银行收取，为保证后续资产池收益。

Q: 关于信贷增长

年初定 12 年人民币贷款 12% 增速，三季度 10.9%，全年按计划完成。明年还没有确定，要到春节以后，现在有点早。估计不会大起大落。

11 年、12 年是平台贷到期高峰，截止到三季度，1 年内到期占比 5.3%，1-3 年占比 31%，3-5 年占比 15.2%，5-10 年占比 29.1%，10 年-20 年占比 17.2%，20 年以上占比 2.1%。

年初是 6834 亿元，现在减少 698 亿元，112 亿平台转公司贷，平台贷口径变化。NPL 0.46%。平台贷重定期限，11 年整改做的比较多，还有就是贷款期限和项目期限不匹配的要重订期限。有的中西部地区发展热情还比较高，成都有些基础设施还不错，

中报数据时，县级平台贷 700 亿。全部平台贷拨备 235 亿，768% 覆盖率，拨贷比 3.54%

Q: 关于人民币升值

年末就有升值压力，前一段时间东南亚资本市场也有反映，美元都往那跑，中国国内问题不大，投机需求增加。人民币升值，外汇贷款就会增加。外汇存款紧张。结汇需求就会上来。

Q: 关于分红。

30% 分红比较合适。

作者简介:

张继袖: 宏源证券研究所银行业高级研究员，南开大学会计学博士，CPA。

主要研究覆盖公司：全覆盖

机构销售团队

区域	姓名	电话	电话	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。