



股票代码	601398.CH	1398.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 4.12	港币 5.45
目标价	人民币 4.39	港币 5.81
上/下浮比例	6.5%	6.6%
目标价格基础	13年市净率	13年市净率
板块评级	中立	中立

工商银行

业绩略好于预期

2012年，工商银行实现归属母公司净利润 2,385 亿元，同比增长 14.5%，比我们的预期高 1.3%，主要是手续费收入和其他非息收入在 4 季度有所反弹。4 季度单季度实现净利润 529.3 亿元，同比增长 19%。展望未来，该行在 1 季度承受的息差压力较我们预期偏好，手续费收入的增速也在反弹，但原有的高风险资产占比仍然偏高。考虑到该行与可比银行相比，估值仍然偏贵，我们维持对该行的持有评级以及目标价不变。

支撑评级的要点

- 根据我们的测算，工商银行 2012 年 4 季度的净息差环比 3 季度下降 4 个基点，基本符合我们的预期。2012 年末，75% 的存款和 50% 的贷款已经完成重定价。1 季度是贷款重定价的高峰，但息差的表现可能较我们之前的预期要好。
- 4 季度工商银行的手续费收入增速有所恢复，净手续费收入在连续两个季度下滑之后终于实现了环比正增长，同比增速也是去年最高的一个季度。展望未来，手续费收入的低谷可能正在过去，以资产管理业务为核心的新的增长点可能会带动手续费收入增速逐渐恢复。
- 2012 年末，工行的理财资产规模达到 1 万亿（同比增长 30%），其中保本型占比 20%。展望未来，虽然银监会对理财产品的运作提出更多监管上的限制（包括规模和运作方式），短期内理财规模的发展可能会放缓，但银行的创新冲动仍然很强，全年来看该行理财的规模仍会保持 20% 的增速。
- 2012 年 4 季度，工行的不良贷款余额和不良贷款率环比 3 季度末继续双降，分别降至 745 亿元和 0.85%。该行目前的拨贷比为 2.5%，信用成本为 0.4%，均低于建行。
- 2012 年 4 季度末该行的核心资本充足率和总资本充足率分别为 10.62% 和 13.66%，核心资本充足率连续 7 个季度环比上升。在执行新的资本管理办法和内部评级法之后，该行的资本充足率会因此而受益。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致高风险行业的资产质量严重恶化。

估值

- 目前工商银行的 A 股的股价相当于 5.7 倍 2013 年预期市盈率和 1.1 倍 2013 年预期市净率。H 股的估值略高，相当于 6.0 倍 2013 年预期市盈率和 1.20 倍 2013 年预期市净率，与可比银行相比估值略高，我们维持对该行的持有评级和目标价不变。

投资摘要—A 股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(人民币 百万)	470,601.0	529,720.0	544,440.0	577,097.6	626,308.9
变动 (%)	23.6	12.6	2.8	6.0	8.5
净利润(人民币 百万)	208,265.0	238,532.0	256,679.6	264,018.9	268,707.5
全面摊薄每股收益(人民币)	0.60	0.68	0.72	0.74	0.76
变动 (%)	26.1	14.5	5.8	2.9	1.8
全面摊薄市盈率(倍)	6.9	6.0	5.7	5.5	5.4
每股账面价值(人民币)	2.74	3.22	3.70	4.19	4.68
价格/每股账面价值(倍)	1.50	1.28	1.11	0.98	0.88
每股股息(人民币)	0.20	0.24	0.26	0.26	0.27
股息率 (%)	4.9	5.8	6.2	6.4	6.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—A 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(2)	(1)	2	(5)
相对新华富时 A50 指数	(1)	0	(2)	(9)

发行股数(百万)	349,620
流通股 (%)	75.1
流通股市值(人民币 百万)	1,081,766
3 个月日均交易额(人民币 百万)	220
主要股东 (%)	
中央汇金公司	35.4

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2013 年 3 月 27 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融：银行

孙鹏, CFA

(8610) 6622 9072

peng.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120017

袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120005

股价表现—H股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(4)	1	(2)	8
相对恒生中国企业指数	3	2	1	6

发行股数(百万)	349,620
流通股(%)	24.9
流通股市值(港币 百万)	474,452
3个月日均交易额(港币 百万)	1,428
主要股东(%)	
中央汇金公司	35.4

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年3月27日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日:12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(人民币百万)	470,601.0	529,720.0	544,440.0	577,097.6	626,308.9
变动(%)	23.6	12.6	2.8	6.0	8.5
净利润(人民币百万)	208,265.0	238,532.0	256,679.6	264,018.9	268,707.5
全面摊薄每股收益(人民币)	0.60	0.68	0.72	0.74	0.76
变动(%)	26.1	14.5	5.8	2.9	1.8
全面摊薄市盈率(倍)	7.3	6.4	6.0	5.9	5.8
每股账面价值(人民币)	2.74	3.22	3.70	4.19	4.68
价格/每股账面价值(倍)	1.59	1.35	1.18	1.04	0.93
每股股息(人民币)	0.20	0.24	0.26	0.26	0.27
股息率(%)	4.7	5.5	5.9	6.0	6.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 2012 年工商银行业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年	2012 年	同比增长 (%)	4 季度环比 3 季度增长(%)
净利息收入	362,764	417,828	15.2	(0.8)
手续费收入	101,550	106,064	4.4	6.0
其他非息收入	6,287	5,828	(7.3)	(345.2)
总经营收入	470,601	529,720	12.6	3.9
费用	(140,738)	(154,874)	10.0	37.4
拨备前利润	329,863	374,846	13.6	(9.3)
拨备	(31,121)	(33,745)	8.4	33.2
拨备后利润	298,742	341,101	14.2	(12.3)
营业税	(28,875)	(35,066)	21.4	2.4
非经营收入	2,444	2,652	8.5	36.2
税前利润	272,311	308,687	13.4	(13.5)
企业所得税	(63,866)	(69,996)	9.6	(7.5)
净利润	208,445	238,691	14.5	(15.2)
少数股东权益	(180)	(159)	(11.7)	78.6
归属于股东利润	208,265	238,532	14.5	(15.2)

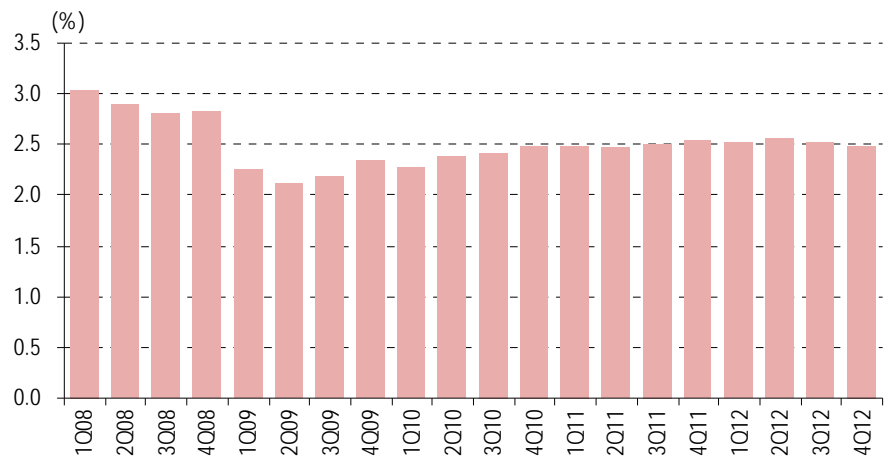
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 2012 年工商银行业绩预测值与实际值差异

(人民币, 百万)	2012 年实际值	2012 年预测值	差异(%)
净利息收入	417,828	417,620	0.0
手续费收入	106,064	104,292	1.7
其他非息收入	5,828	5,335	9.2
总经营收入	529,720	527,247	0.5
费用	(154,874)	(155,674)	(0.1)
拨备前利润	374,846	369,573	1.4
拨备	(33,745)	(28,632)	17.5
拨备后利润	341,101	342,941	(0.5)
营业税	(35,066)	(35,315)	(0.7)
非经营收入	2,652	2,201	20.5
税前利润	308,687	309,827	(0.4)
企业所得税	(69,996)	(73,182)	(4.4)
净利润	238,691	236,646	0.9
少数股东权益	(159)	(1,093)	(85.5)
归属于股东利润	238,532	235,552	1.3

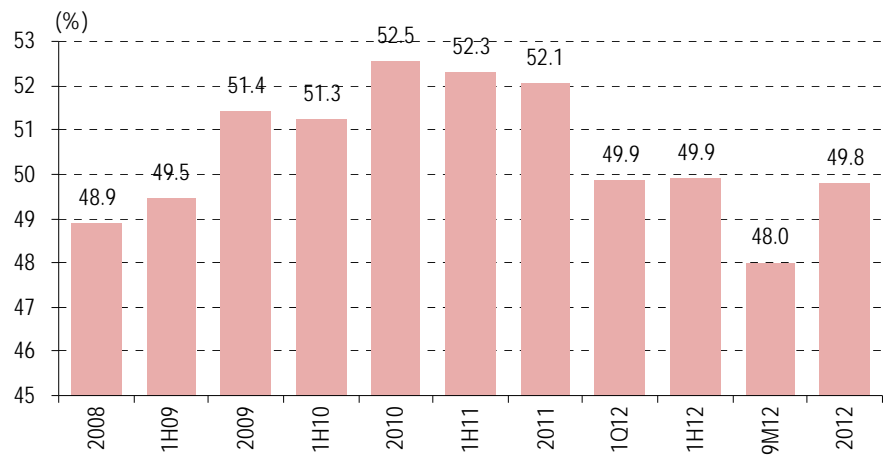
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 2008 年以来工商银行季度息差变化情况



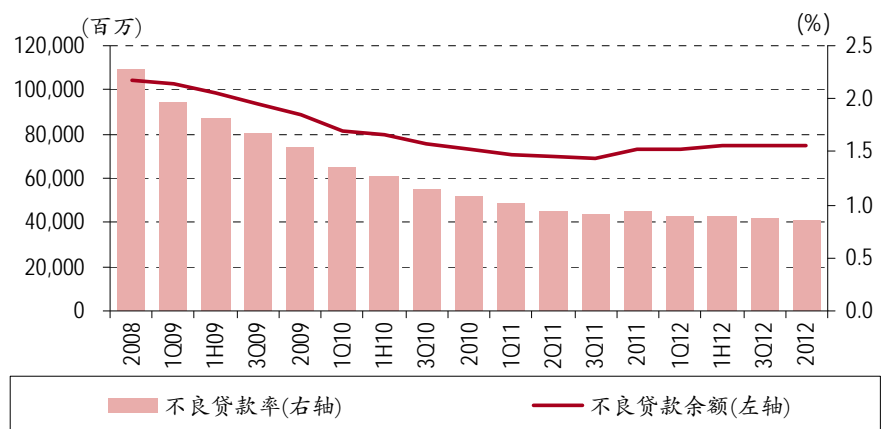
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 2008 年以来工商银行活期存款变化情况



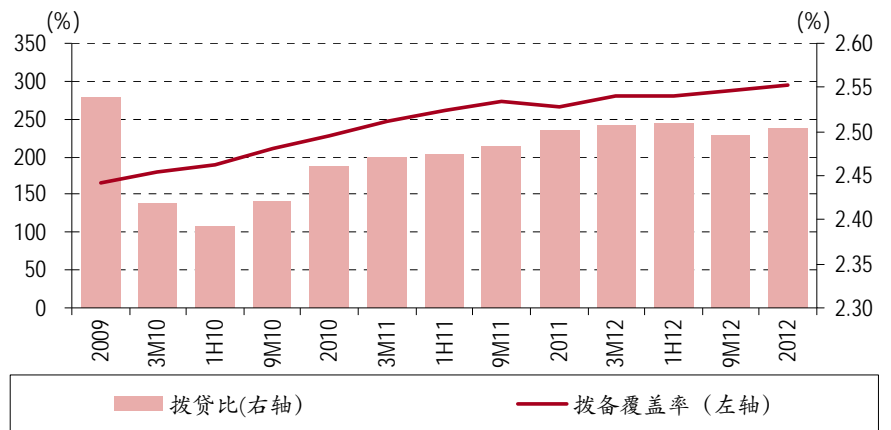
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 工商银行不良贷款变化情况



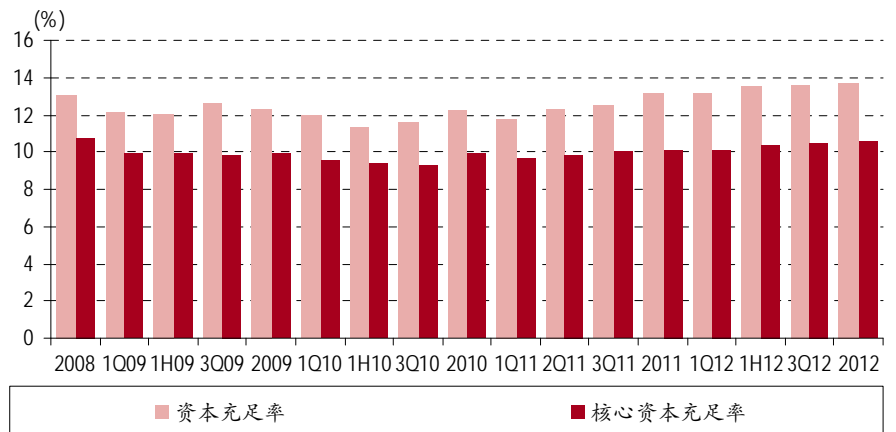
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6.工商银行拨贷比和拨备覆盖率变化情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 7.工商银行资本充足率变化情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利息收入	362,764	417,828	423,751	441,991	474,623
净手续费及佣金	101,550	106,064	113,924	127,357	142,805
其他非息收入	6,287	5,828	6,766	7,750	8,881
经营收入	470,601	529,720	544,440	577,098	626,309
经营费用	(140,738)	(154,874)	(163,550)	(177,507)	(198,698)
拨备前经营利润	329,863	374,846	380,890	399,591	427,611
贷款损失拨备	(31,121)	(33,745)	(11,739)	(17,993)	(37,682)
经营利润	298,742	341,101	369,151	381,597	389,930
非经常性项目	2,444	2,652	2,201	2,201	2,201
营业税	(28,875)	(35,066)	(34,101)	(35,773)	(38,267)
所得税	(63,866)	(69,996)	(79,369)	(82,684)	(83,701)
税后利润	208,445	238,691	257,882	265,341	270,162
少数股东权益	(180)	(159)	(1,202)	(1,323)	(1,455)
净利润	208,265	238,532	256,680	264,019	268,708
变动 (%)	26	15	8	3	2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	272,311	308,687	337,251	348,025	353,864
非现金项目	46,065	58,350	26,294	33,940	55,115
其他项目	27,310	54,457	100	100	100
交易活动产生的现金	345,686	421,494	363,645	382,065	409,078
运营资本变动	50,249	177,367	823,258	704,367	820,892
经营产生的现金流	395,935	598,861	1,186,903	1,086,433	1,229,971
投资及融资回报	(1,944)	(7,652)	(5,958)	(5,253)	(4,617)
税收	(47,812)	(65,353)	(71,437)	(74,420)	(75,336)
总现金流	346,179	525,856	1,109,508	1,006,760	1,150,018
投资	(58,001)	(123,861)	(1,478,723)	(592,932)	(656,906)
自由现金流	288,178	401,995	(369,216)	413,828	493,112
收购	0	(3,723)	(5)	(5)	(5)
融资活动产生的净现金	39,217	(40,713)	(108,056)	(108,303)	(107,855)
汇率影响	(8,058)	(4,220)	0	0	0
现金增/(减)	319,337	353,339	(477,277)	305,520	385,252

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
资产					
现金及等价物	2,762,156	3,174,943	3,395,662	3,714,290	4,033,424
银行间贷款	827,439	1,181,029	597,580	890,808	1,266,102
衍生产品交易投资	138,846	215,964	237,560	261,316	287,448
总客户贷款	7,788,897	8,803,692	9,730,218	10,657,909	11,586,880
减: 拨备	(194,878)	(220,403)	(219,949)	(226,092)	(249,828)
投资	3,794,516	3,882,679	5,331,960	5,895,450	6,522,914
总固定资产	172,526	199,346	228,788	258,230	287,672
累计折旧	(53,498)	(63,457)	(83,294)	(105,011)	(129,856)
其他资产	240,864	368,424	371,928	375,521	379,219
总资产	15,476,868	17,542,217	19,590,454	21,722,421	23,983,976
负债及权益					
客户存款	12,261,219	13,642,910	15,078,730	16,516,354	17,955,962
银行存款及结余	1,547,644	1,725,702	2,109,575	2,587,038	3,181,370
其他借款	204,161	232,186	208,967	188,071	169,264
总借款	14,013,024	15,600,798	17,397,272	19,291,462	21,306,596
其他负债	506,021	812,960	892,280	952,783	1,018,817
总负债	14,519,045	16,413,758	18,289,553	20,244,245	22,325,413
普通股股本(面值)	349,084	349,620	350,754	351,888	353,021
准备金(包括股本溢价)	294,324	402,836	483,254	565,163	648,037
留存收益	313,334	372,541	462,831	556,400	652,053
总股东权益	956,742	1,124,997	1,296,839	1,473,451	1,653,111
少数股东权益	1,081	3,462	4,063	4,724	5,452
已运用资本	957,823	1,128,459	1,300,902	1,478,176	1,658,563
总负债及权益	15,476,868	17,542,217	19,590,454	21,722,421	23,983,976

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
生息资产收益率	4.14	4.48	4.05	3.86	3.76
资金成本	1.72	2.05	1.85	1.83	1.79
利差	2.42	2.43	2.20	2.04	1.97
净息差	2.55	2.60	2.36	2.21	2.14
其他收入总收入	22.9	21.1	22.2	23.4	24.2
成本收入比	29.9	29.2	30.0	30.8	31.7
有效税率	23.5	22.7	23.5	23.8	23.7
增长率					
贷款增长率	14.7	13.0	10.5	9.5	8.7
存款增长率	10.0	11.3	10.5	9.5	8.7
资产增长率	15.0	13.3	11.7	10.9	10.4
流动性					
贷存比	63.5	64.5	64.5	64.5	64.5
贷款资金比	62.5	63.4	63.6	63.8	63.9
贷款资产比	50.3	50.2	49.7	49.1	48.3
资产质量					
不良贷款率	0.9	0.8	1.2	1.4	1.7
拨贷比	2.5	2.5	2.3	2.1	2.2
总拨备覆盖率	266.9	295.5	194.6	147.8	129.4
信用成本	0.4	0.4	0.1	0.1	0.3
需特别关注贷款比例	3.0	2.6	8.0	9.0	10.0
资本充足率					
权益资产比率	6.2	6.4	6.6	6.8	6.9
盈余资本	5.2	5.7	3.6	3.4	3.4
一级资本充足率	10.1	10.6	9.8	9.8	9.9
总资本充足率	13.2	13.7	11.6	11.4	11.4
回报率					
资产收益率	1.44	1.44	1.38	1.28	1.18
净资产收益率	23.4	22.9	21.2	19.1	17.2
已运用资本收益率	23.4	22.9	21.2	19.1	17.2
结构性已运用资本收益率	33.5	33.2	29.3	25.1	23.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371