中国平安 PING AN 平安证券公司

专业25年 专业 让生活更简单

银行

2013 年 5 月 2 日

工商银行 (601398)

中间业务有亮点、资产质量偏弱

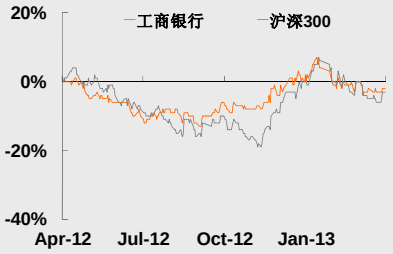
推荐（维持）

现价：4.05 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.icbc.com.cn
大股东/持股	/0.00%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	349,643
流通 A 股(百万股)	262,849
流通 B/H 股(百万股)	86,794
总市值（亿元）	14230.46
流通 A 股市值(亿元)	10697.94
每股净资产(元)	3.22
资本充足率(%)	13.68

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

励雅敏
投资咨询资格编号
S1060513010002
021-38635563
liyamin860@pingan.com.cn

王宇轩
投资咨询资格编号
S1060513020001
021-38633846
wangyuxuan535@pingan.com.cn

研究助理

马鲲鹏
一般证券从业资格编号
S1060112040052
021-38632767
makunpeng200@pingan.com.cn

投资要点

事项：

工商银行一季度归属股东净利润同比增长 12.1%至 687 亿元，EPS 0.20 元；贷款和存款分别环比增长 5.2%和 5.4%，净息差环比 4Q12 收窄 3bps 至 2.59%，不良余额环比增长 7.6%，不良率环比上升 2bps 至 0.87%，拨备覆盖率 288.1%，拨贷比 2.50%，核心及总资本充足率分别为 11.00%和 13.68%，ROE 23.7%，ROA 1.53%，成本收入比 24.0%。

平安观点:

■ 业绩超预期、中间业务收入增长是亮点

工行一季度利润增速超我们的预期（8.7%），靓丽的中间业务表现是导致业绩超预期的主要因素。一季度净手续费收入增长 19.4%，占营业收入比重 23.1%，同比上升 1.3 个百分点。管理层在业绩发布会上披露，投行业务、结算清算及现金管理业务、信用卡业务是推动一季度中间业务收入增长的主要动力。我们认为，在强大的综合业务平台支持下，工行的中间业务将继续保持稳健增长。

■ 预计息差在 2Q13 之后企稳

一季度息差环比收窄 3bps，表现处于四大行平均水平，我们认为贷款重定价是导致息差收窄的主要原因。管理层在业绩发布会上披露，至一季度末 85%的贷款已完成重定价，12 年底为 50%，至今年 6 月末，98%的贷款和 97%的存款将完成重定价。我们预计，二季度息差稳中略降，三季度息差开始企稳，甚至在流动性由宽松回归常态的行业大背景下，受贷款定价水平提升的推动出现小幅反弹，预计 13 年全年息差 2.61%，同比收窄 5bps。

■ 资产质量表现在四大行中偏弱

工行一季度不良贷款余额环比增长 7.6%，据我们测算，加回核销后不良贷款生成率为 8bps、不良余额环比增速为 9.8%，一季度不良生成率及余额增速均居四大行之首。管理层在业绩发布会上披露，一季度关注类贷款占比 2.51%，较 12 年底下降 7bps，90 天内逾期贷款略有增加，但增幅很小。我们预计，今年之内仍有来自 90 天内逾期以及关注类贷款自然迁徙的压力，但不良新生成的速度应呈逐季减缓之势，同时较大的清收核销力度亦将保持，预计 13 年全年不良率 0.88%，信用成本 40bps，拨备覆盖率和拨贷比分别为 297.2%和 2.61%。

■ 一季度可比口径核心资本充足率环比略降

在新版资本充足率管理办法下，工行一季度末核心资本充足率较老办法提升 16bps，工行是上市银行中在新办法下核心资本充足率得到提升的两家之一（另一家是招行）。另据管理层在 12 年年报业绩发布会上披露，在新办法下，12 年末核心和总资本充足率分别为 11.10%和 13.61%，因此，一季度可比口径总资

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	380,821	475,214	536,945	605,377	669,360
YoY(%)	23.1	24.8	13.0	12.7	10.6
净利润(百万元)	165,156	208,265	238,532	263,941	295,375
YoY(%)	28.4	26.1	14.5	10.7	11.9
ROE(%)	22.1	23.4	22.9	21.8	20.9
EPS(摊薄/元)	0.47	0.60	0.68	0.75	0.84
P/E(倍)	8.6	6.8	5.9	5.4	4.8
P/B(倍)	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9

请务必阅读正文后免责条款

本充足率环比上升 7bps，核心资本充足率环比下降 10bps，这是工行自 1Q11 以来首次出现核心资本充足率环比下降。1Q13 贷款余额环比增长 5.2%，亦是 1Q11 以来最快的单季贷款环比增速，我们认为较快的贷款增长是造成一季度核心资本充足率下降的主要原因。今年一季度，全行业贷款投放力度均较大，在全年信贷额度给定的情况下，二至四季度贷款投放速度将逐步放缓，这将稳定资本充足率水平，我们预计工行核心资本充足率自二季度起将不会继续出现下降。

■ 小幅上调盈利预测、维持“推荐”评级

基于更加乐观的中间业务增长假设，小幅上调工行 13-14 年归属股东净利润 0.7%和 1.2%，预计 13-14 年归属股东净利润分别同比增长 10.7%、11.9%，EPS 分别为 0.75、0.84 元，BVPS 分别为 3.71、4.35 元，对应 4 月 26 日收盘价 4.05 元动态 P/E 分别为 5.4、4.8 倍，动态 P/B 分别为 1.1、0.9 倍。业绩稳健，股价弹性偏弱，维持“推荐”评级。

■ 风险提示

新的区域性资产质量风险爆发、出台针对同业业务的监管新规。

图表1 工商银行 – 季度业绩

利润表（百万元）	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	QoQ	YoY	2011	2012	YoY
利息净收入	**85,376**	**89,128**	**92,583**	**95,677**	**98,816**	**105,242**	**107,311**	**106,459**	**106,717**	**0.2%**	**8.0%**	**362,764**	**417,828**	**15.2%**
非利息收入	**28,441**	**29,743**	**26,458**	**27,808**	**32,201**	**29,227**	**28,676**	**29,013**	**41,043**	**41.5%**	**27.5%**	**112,450**	**119,117**	**5.9%**
净手续费收入	25,927	27,864	24,504	23,255	28,622	26,182	24,883	26,377	34,185	29.6%	19.4%	101,550	106,064	4.4%
营业收入	**113,817**	**118,871**	**119,041**	**123,485**	**131,017**	**134,469**	**135,987**	**135,472**	**147,760**	**9.1%**	**12.8%**	**475,214**	**536,945**	**13.0%**
营业支出	**(35,581)**	**(38,723)**	**(41,798)**	**(56,991)**	**(41,268)**	**(45,323)**	**(50,373)**	**(58,778)**	**(47,373)**	**-19.4%**	**14.8%**	**(173,093)**	**(195,742)**	**13.1%**
营业税金及附加	(6,493)	(7,081)	(7,389)	(7,912)	(8,698)	(8,629)	(8,765)	(8,974)	(9,232)	2.9%	6.1%	(28,875)	(35,066)	21.4%
拨备前营业利润 (PPOP)	**78,236**	**80,148**	**77,243**	**66,494**	**89,749**	**89,146**	**85,614**	**76,694**	**100,387**	**30.9%**	**11.9%**	**302,121**	**341,203**	**12.9%**
资产减值损失	(8,654)	(8,227)	(7,502)	(6,738)	(10,148)	(9,089)	(6,222)	(8,286)	(12,152)	46.7%	19.7%	(31,121)	(33,745)	8.4%
贷款和垫款减值损失	(8,859)	(7,935)	(7,634)	(7,404)	(10,134)	(8,895)	(5,707)	(7,836)	(12,434)	58.7%	22.7%	(31,832)	(32,572)	2.3%
营业利润	**69,582**	**71,921**	**69,741**	**59,756**	**79,601**	**80,057**	**79,392**	**68,408**	**88,235**	**29.0%**	**10.8%**	**271,000**	**307,458**	**13.5%**
营业外收支净额	416	426	273	196	227	327	236	439	103	-76.5%	-54.6%	1,311	1,229	-6.3%
利润总额	**69,998**	**72,347**	**70,014**	**59,952**	**79,828**	**80,384**	**79,628**	**68,847**	**88,338**	**28.3%**	**10.7%**	**272,311**	**308,687**	**13.4%**
所得税费用	(16,162)	(16,608)	(15,611)	(15,485)	(18,456)	(18,515)	(17,158)	(15,867)	(19,525)	23.1%	5.8%	(63,866)	(69,996)	9.6%
净利润	**53,836**	**55,739**	**54,403**	**44,467**	**61,372**	**61,869**	**62,470**	**52,980**	**68,813**	**29.9%**	**12.1%**	**208,445**	**238,691**	**14.5%**
少数股东权益	(49)	(45)	(44)	(42)	(37)	(44)	(28)	(50)	(70)	40.0%	89.2%	(180)	(159)	-11.7%
归属母公司股东净利润	**53,787**	**55,694**	**54,359**	**44,425**	**61,335**	**61,825**	**62,442**	**52,930**	**68,743**	**29.9%**	**12.1%**	**208,265**	**238,532**	**14.5%**

资产负债表（百万元）	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	QoQ	YoY	2011	2012	YoY
贷款总额	7,063,351	7,334,040	7,599,040	7,788,897	8,158,090	8,424,037	8,637,812	8,803,692	9,264,954	5.2%	13.6%	7,788,897	8,803,692	13.0%
存款总额	11,764,424	12,047,138	12,144,232	12,261,219	12,615,281	13,180,597	13,633,502	13,642,910	14,384,273	5.4%	14.0%	12,261,219	13,642,910	11.3%
不良贷款余额	70,774	69,486	69,190	73,011	72,819	75,125	74,752	74,575	80,237	7.6%	10.2%	73,011	74,575	2.1%
贷款损失准备	174,478	181,453	188,653	194,878	204,536	211,401	215,529	220,403	231,177	4.9%	13.0%	194,878	220,403	13.1%
资产总额	14,389,996	14,896,048	15,127,002	15,476,868	16,431,196	17,073,050	17,371,150	17,542,217	18,357,278	4.6%	11.7%	15,476,868	17,542,217	13.3%
负债总额	13,517,771	14,036,433	14,225,136	14,519,045	15,408,253	16,055,602	16,295,876	16,413,758	17,159,463	4.5%	11.4%	14,519,045	16,413,758	13.0%
母公司所有者权益	870,968	858,391	900,682	956,742	1,021,815	1,016,318	1,073,350	1,124,997	1,194,175	6.1%	16.9%	956,742	1,124,997	17.6%
平均生息资产	13,236,589	13,661,879	14,005,691	14,622,861	15,246,019	15,427,233	15,973,789	16,280,215	16,481,390	1.2%	8.1%	13,881,755	15,731,814	13.3%
每股数据（元）														
股份数量（百万股）	349,019	349,020	349,020	349,084	349,313	349,322	349,322	349,620	349,620	0.0%	0.1%	349,084	349,620	0.2%
EPS	0.15	0.16	0.16	0.13	0.18	0.18	0.18	0.15	0.20	29.9%	12.0%	0.60	0.68	14.4%
BVPS	2.50	2.46	2.58	2.74	2.93	2.91	3.07	3.22	3.42	6.1%	16.8%	2.74	3.22	17.4%
DPS	-	-	-	0.18	-	-	-	0.20	-	-100.0%	na	0.18	0.20	10.3%
PPOP/sh	0.22	0.23	0.22	0.19	0.26	0.26	0.25	0.22	0.29	30.9%	11.8%	0.87	0.98	12.8%

主要指标（%）	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	QoQ	YoY	2011	2012	YoY
ROA	1.55%	1.52%	1.45%	1.16%	1.54%	1.48%	1.45%	1.21%	1.53%	0.3pct	0.0pct	1.44%	1.45%	0.0pct
ROE	25.44%	25.76%	24.72%	19.13%	24.80%	24.27%	23.91%	19.26%	23.71%	4.5pct	-1.1pct	23.44%	22.92%	-0.5pct
净息差 (NIM)	2.58%	2.61%	2.64%	2.62%	2.59%	2.73%	2.69%	2.62%	2.59%	-3bps	0bps	2.61%	2.66%	4bps
成本收入比	25.56%	26.62%	28.91%	39.74%	24.86%	27.29%	30.60%	36.76%	25.81%	-11.0pct	1.0pct	30.35%	29.92%	-0.4pct
有效税率	23.09%	22.96%	22.30%	25.83%	23.12%	23.03%	21.55%	23.05%	22.10%	-0.9pct	-1.0pct	23.45%	22.68%	-0.8pct
贷存比	60.04%	60.88%	62.57%	63.52%	64.67%	63.91%	63.36%	64.53%	64.41%	-0.1pct	-0.3pct	63.52%	64.53%	1.0pct
不良贷款率	1.00%	0.95%	0.91%	0.94%	0.89%	0.89%	0.87%	0.85%	0.87%	2bps	-3bps	0.94%	0.85%	-9bps
拨备覆盖率	246.53%	261.14%	272.66%	266.92%	280.88%	281.40%	288.33%	295.55%	288.12%	-7.4pct	7.2pct	266.92%	295.55%	28.6pct
拨备率（拨贷比）	2.47%	2.47%	2.48%	2.50%	2.51%	2.51%	2.50%	2.50%	2.50%	-1bps	-1bps	2.50%	2.50%	0bps
信用成本	0.13%	0.11%	0.10%	0.10%	0.13%	0.11%	0.07%	0.09%	0.14%	5bps	1bps	0.44%	0.39%	-4bps
非利息收入/营业收入	24.99%	25.02%	22.23%	22.52%	24.58%	21.74%	21.09%	21.42%	27.78%	6.4pct	3.2pct	23.66%	22.18%	-1.5pct
净手续费收入/营业收入	22.78%	23.44%	20.58%	18.83%	21.85%	19.47%	18.30%	19.47%	23.14%	3.7pct	1.3pct	21.37%	19.75%	-1.6pct
核心资本充足率	9.66%	9.82%	10.03%	10.07%	10.15%	10.38%	10.51%	10.62%	11.00%	0.4pct	0.8pct	10.07%	10.62%	0.6pct
资本充足率	11.77%	12.33%	12.51%	13.17%	13.13%	13.56%	13.61%	13.66%	13.68%	0.0pct	0.6pct	13.17%	13.66%	0.5pct

资料来源：公司公告、平安证券研究所

利润表				单位：百万元
	2011A	2012A	2013E	2014E
利息净收入	**362,764**	**417,828**	**468,393**	**513,197**
非利息收入	**112,450**	**119,117**	**136,985**	**156,162**
净手续费收入	101,550	106,064	121,974	139,050
营业收入	**475,214**	**536,945**	**605,377**	**669,360**
营业支出	-173,093	-195,742	-225,103	-254,367
拨备前营业利润	**302,121**	**341,203**	**380,274**	**414,993**
资产减值损失	-31,121	-33,745	-38,618	-32,627
营业利润	**271,000**	**307,458**	**341,656**	**382,366**
营业外收支净额	1,311	1,229	1,352	1,487
利润总额	272,311	308,687	343,008	383,853
所得税费用	-63,866	-69,996	-78,892	-88,286
净利润	208,445	238,691	264,116	295,567
少数股东权益	-180	-159	-175	-192
归属股东净利润	**208,265**	**238,532**	**263,941**	**295,375**

同比增长率				单位：%
	2011A	2012A	2013E	2014E
利息净收入	**19.4**	**15.2**	**12.1**	**9.6**
非利息收入	**45.9**	**5.9**	**15.0**	**14.0**
净手续费收入	39.4	4.4	15.0	14.0
营业收入	**24.8**	**13.0**	**12.7**	**10.6**
营业支出	25.1	13.1	15.0	13.0
拨备前营业利润	**24.6**	**12.9**	**11.5**	**9.1**
资产减值损失	11.2	8.4	14.4	-15.5
营业利润	**26.3**	**13.5**	**11.1**	**11.9**
利润总额	26.4	13.4	11.1	11.9
归属股东净利润	**26.1**	**14.5**	**10.7**	**11.9**
贷款总额	**14.7**	**13.0**	**12.0**	**11.0**
存款总额	**10.0**	**11.3**	**10.5**	**10.0**
资产合计	15.0	13.3	12.5	11.4
负债合计	14.9	13.0	12.3	11.0

资产负债表				单位：百万元
	2011A	2012A	2013E	2014E
存放央行款项	2,702,011	3,098,883	3,408,771	3,749,648
同业资产	827,439	1,181,029	1,535,338	1,842,405
贷款和垫款总额	**7,788,897**	**8,803,692**	**9,860,135**	**10,944,750**
不良贷款余额	73,011	74,575	86,706	93,988
证券投资	3,915,902	4,083,887	4,492,276	4,941,503
资产合计	**15,476,868**	**17,542,217**	**19,730,493**	**21,985,344**
同业负债	1,547,544	1,724,569	1,983,254	2,221,245
吸收存款	**12,261,219**	**13,642,910**	**15,075,416**	**16,582,957**
应付债券	204,161	232,186	239,159	245,203
负债合计	**14,519,045**	**16,413,758**	**18,427,927**	**20,459,354**
所有者权益	957,823	1,128,459	1,302,566	1,525,989

每股指标				单位：元
EPS	0.60	0.68	0.75	0.84
BVPS	2.74	3.22	3.71	4.35
DPS	0.18	0.20	0.23	0.25
PPOP/sh	0.87	0.98	1.09	1.19

主要财务指标				单位：%
	2011A	2012A	2013E	2014E
盈利能力				
净资产收益率（ROE）	23.44	22.92	21.78	20.94
总资产收益率（ROA）	1.44	1.45	1.42	1.42
净息差（NIM）	**2.61**	**2.66**	**2.61**	**2.59**
非利息收入/营业收入	23.66	22.18	22.63	23.33
净手续费收入/营业收入	21.37	19.75	20.15	20.77
成本收入比	**30.35**	**29.92**	**30.23**	**30.46**
资产质量				
不良贷款同比增长率	-0.31	2.14	16.27	8.40
不良贷款率	**0.94**	**0.85**	**0.88**	**0.86**
拨备覆盖率	**266.92**	**295.55**	**297.24**	**307.42**
拨贷比	2.50	2.50	2.61	2.64
信用成本	0.44	0.39	0.40	0.30
资产负债结构				
核心资本充足率	10.07	10.62	11.05	11.74
资本充足率	13.17	13.66	13.93	14.44
贷存比	63.52	64.53	65.41	66.00

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±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±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：

此报告旨为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。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

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 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN | 专业25年 专业 让生活更简单

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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257