本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入：http://www.hibor.com.cn

股票代码	601398.CH	1398.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 3.87	港币 5.06
目标价	人民币 4.06	港币 4.91
上/下浮比例	5%	-3%
目标价格基础	1.1 倍 13 年市净率	1.1 倍 13 年市净率
板块评级	中立	中立

股价表现 — A 股

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(7)	(1)	(8)	1
相对新华富时 A50 指数	8	(7)	6	(0)

发行股数 (百万)	334,019
流通股 (%)	4
流通股市值 (人民币 百万)	258,919
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	258
主要股东(%)	
财政部	35.3
汇金	35.3

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2013 年 8 月 29 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

袁琳, CFA
(8610) 6622 9070
lin.yuan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120005

工商银行

中期业绩符合预期

2013 年上半年，工商银行实现归属母公司净利润 1383 亿元，同比增长 12.3%。其中 2 季度实现净利润 696 亿，同比增长 12.6%，基本与 1 季度增长率持平，与我们的预期也基本一致。工商银行的中报继续呈现出稳健的特色，公司的净利息收益率（NIM）和不良贷款率均环比持平。展望未来，我们认为工行将继续保持稳健经营的特色，其业绩与中国经济的同步性将继续体现，我们提高了不良贷款的预测，同时下调了盈利，考虑到公司目前的估值较高，公司未来增速将会下跌，估值上升空间有限，维持*持有*评级。

支撑评级的要点

- **收入平稳。**工行 2 季度的各项数据均延续了 1 季度的水平，2 季度的净利润环比微增了 1.25%，同比增速达到 12.58%，与 1 季度的 12%基本相同。值得注意的是当其他公司的手续费收入大幅增长的同时，工行的手续费增长更多是卡业务推动的，理财和投行业务的增长率只有 22.6%和 14.2%，这体现了工行在高收益理财业务方面的审慎态度。
- **不良贷款略有上升。**工行的不良贷款率环比持平，余额只增长了 15 亿。逾期贷款较年初增加了 209 个亿，其中 90 天以上的逾期贷款上升了 71 亿。不良贷款主要上升的行业在制造业（主要包括机械、纺织）、批发零售。个人不良贷款率也由去年底的 0.59%上升到了 0.65%。展望未来，我们认为工行的不良贷款率将继续上行。
- **资本实力较强。**尽管采用了新的方法，但工行的核心一级资本充足率仍然达到了 10.48%。我们认为工行资本实力强劲，为其未来扩张奠定了基础。
- **结构转型尚待提高。**尽管公司提出了客户下沉的战略，但从中期看，中小微企业占比由去年的 51.1%反而略下降到 48.5%。此外，海外业务的税前利润占比尽管由去年同期的 0.54%上升到了 0.6%，但贡献仍很小。综合化经营对利润的拉动作用不明显。

评级面临的主要风险

- 经济快速下跌导致资产质量出现问题；

估值

- 目前工行 A 股和 H 股的股价均约等于 1 倍和 1.09 倍的 2013 年预期市净率，高于行业平均水平。工行由于稳健的经营以及强大的资金实力使其具备了一定的溢价。但我们认为工行未来面临着如何找寻新的增长点以及如何防范系统性风险的挑战，相对与其他体量较小或具备一定特色的银行，工行面临的压力较大，其估值溢价能否保持尚待观察，我们维持*持有*评级。

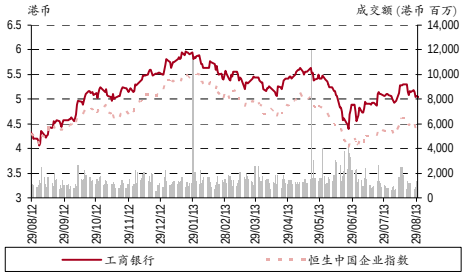
投资摘要 —A 股

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净息收入 (人民币 百万)	470,601	529,720	553,815	587,470	635,889
变动 (%)	*24*	*13*	*5*	*6*	*8*
净利润 (人民币 百万)	208,265	238,532	260,784	260,520	256,992
变动 (%)	27	15	9	(0)	(1)
全面摊薄每股收益 (人民币 元)	0.60	0.68	0.73	0.73	0.72
变动 (%)	*26*	*14*	*8*	*(0)*	*(1)*
原先每股收益预测(人民币 元)			*0.7200*	*0.7400*	*0.7600*
调整幅度(%)			*1.9*	*(1.0)*	*(4.9)*
市场一致预期(人民币 元)			*0.73*	*0.80*	*0.86*
全面摊薄市盈率(倍)	6.49	5.67	5.27	5.28	5.35
每股账面价值 (人民币)	2.7	3.2	3.7	4.2	4.7
价格/每股账面价值 (倍)	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8
净资产收益率 (%)	23	23	21.52	18.80	16.49
每股股息 (人民币)	0.20	0.24	0.26	0.26	0.25
股息率 (%)	5.2	6.2	6.7	6.7	6.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

股价表现—H股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8)	(1)	(7)	20
相对恒生中国企业指数	6	(3)	1	15

发行股数(百万)	334,019
流通股(%)	25
流通股市值(港币 百万)	104,501
3个月日均交易额(港币 百万)	1,492

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2013年8月29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
净息收入(人民币百万)	470,601	529,720	553,815	587,470	635,889
变动(%)	24	13	5	6	8
净利润(人民币百万)	208,265	238,532	260,784	260,520	256,992
变动（%）	26	15	9	(0)	(1)
全面摊薄每股收益(人民币 元)	0.60	0.68	0.73	0.73	0.72
变动(%)	*26*	*14*	*8*	*0*	*-1*
原先每股收益预测(人民币元)			*0.73*	*0.76*	*0.77*
调整幅度(%)			*0.0*	*(3.4)*	*(6.5)*
市场一致预期(人民币 元)			*0.733*	*0.785*	*0.856*
全面摊薄市盈率(倍)	6.70	5.86	5.45	5.45	5.53
每股账面价值(人民币)	2.74	3.22	3.70	4.19	4.66
价格/每股账面价值(倍)	1.459	1.2	1.079	0.954	0.857
净资产收益率(%)	23.4	22.9	21.5	18.8	16.5
每股股息(人民币)	0.20	0.24	0.26	0.26	0.25
股息率(%)	5.1	6.0	6.5	6.5	6.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表1. 2013年上半年工商银行业绩摘要

(人民币，百万)	2013年上半年	2012年上半年	同比(%)	环比(%)
净利息收入	215,889	204,058	6	2.30
手续费收入	67,382	54,804	23	(2.89)
其他非息收入	8,205	3,966	107	13.62
总经营收入	291,476	262,828	11	1.37
费用	(73,136)	(67,204)	9	5.46
拨备前利润	218,340	195,624	12	0.04
拨备	(21,941)	(19,237)	14	(19.45)
拨备后利润	196,399	176,387	11	2.49
营业税	(18,613)	(17,327)	7	1.61
非经营收入	1,055	1,152	nm	Nm
税前利润	178,841	160,212	12	2.45
企业所得税	(40,364)	(36,971)	9	6.73
净利润	138,477	123,241	12	1.24
少数股东权益	(130)	(81)	60	(14.29)
归属于股东利润	138,347	123,160	12.33	1.25

资料来源：公司数据，中银国际研究

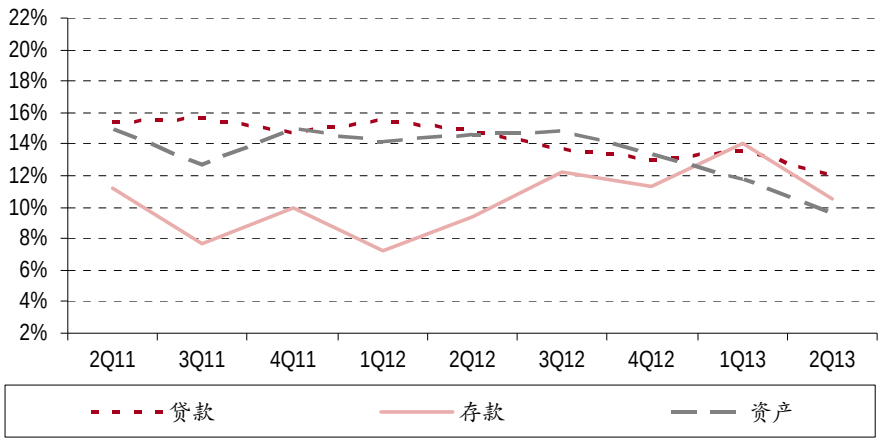
图表2. 2013年2季度工商银行业绩预测值与实际值差异

(人民币，百万)	2013年上半年实际值	2013年上半年预测值	差异(%)
净利息收入	109,172	111,946	(2)
手续费收入	33,197	31,680	5
其他非息收入	4,364	3,300	32
总经营收入	146,733	146,926	0
费用	(37,539)	(38,338)	(2)
拨备前利润	109,194	108,588	1
拨备	(9,789)	(10,466)	(6)
拨备后利润	99,405	98,122	1
营业税	(9,381)	(9,410)	0
非经营收入	479	576	(17)
税前利润	90,503	89,288	1
企业所得税	(20,839)	(19,735)	6
净利润	69,664	69,553	0
少数股东权益	(60)	(70)	(14)
归属于股东利润	69,604	69,483	0

资料来源：公司数据，中银国际研究

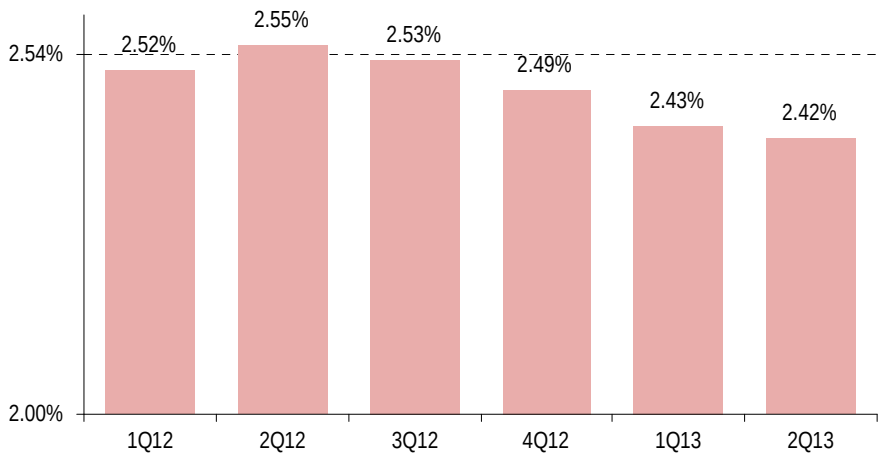
本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

图表 3. 工商银行存、贷款和资产的同比增速



资料来源：公司数据，中银国际研究

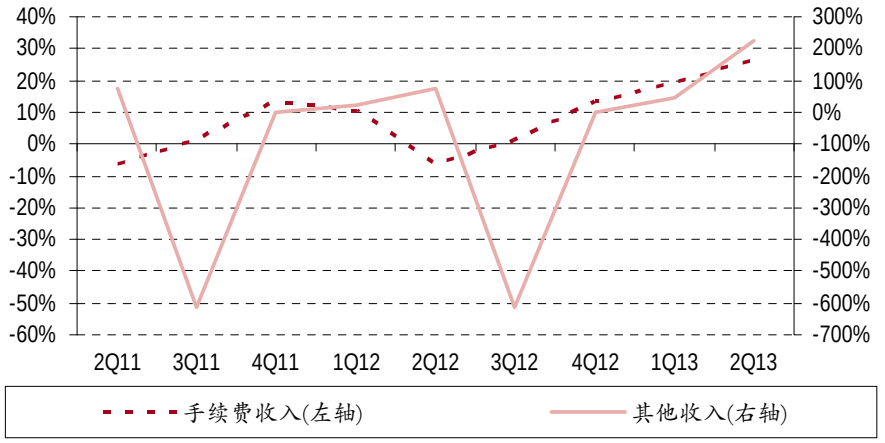
图表 4. 工商银行净利息收益率变动情况



**按照中国银行期初期末值平均计算*

资料来源：公司数据，中银国际研究

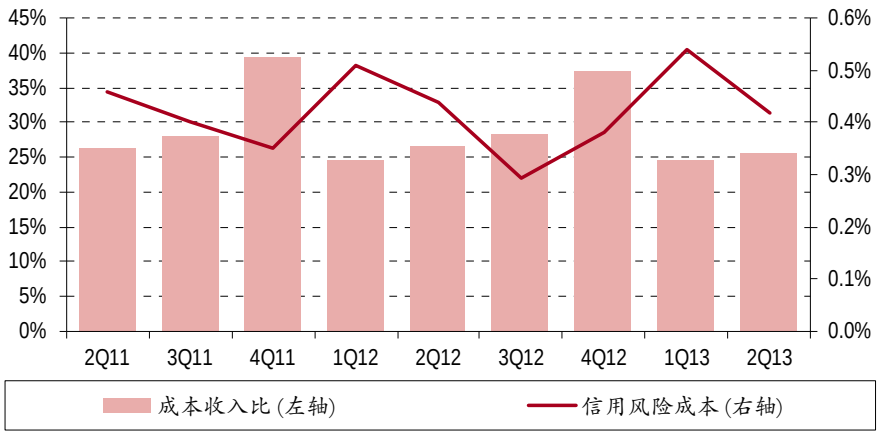
图表 5. 工商银行手续费及其他收入同比增长率



资料来源：公司数据，中银国际研究

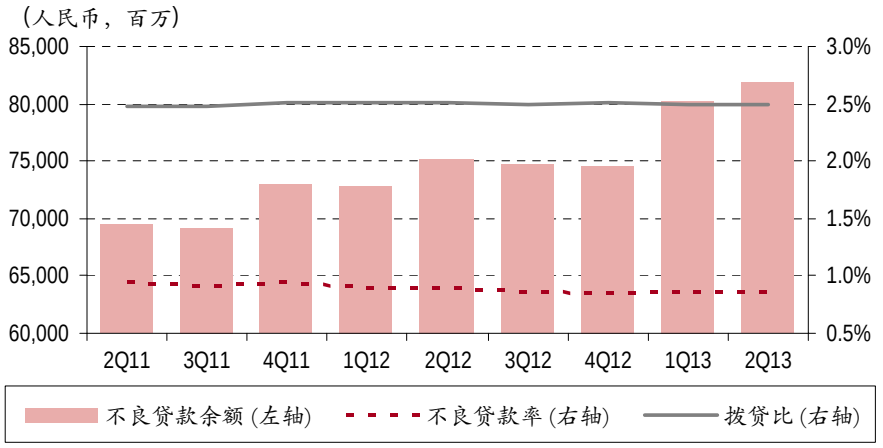
本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

图表 6. 工商银行成本收入比和信用风险成本



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 7. 工商银行不良贷款和拨贷比情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8. 工商银行资本充足率

资料来源：公司数据，中银国际研究

**2013 年 2 季度开始采用《商业银行资本管理办法（试行）》计算资本充足率*

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

损益表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	FY11	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
净利息收入	362,764	417,828	433,126	452,364	484,203
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	553,815	587,470	635,889
经营费用	(140,738)	(154,874)	(163,981)	(177,870)	(198,985)
拨备前经营利润	329,863	374,846	389,834	409,600	436,904
贷款损失拨备	(31,121)	(33,745)	(12,818)	(30,520)	(60,567)
经营利润	298,742	341,101	377,016	379,080	376,337
营业税	(28,875)	(35,066)	(36,420)	(38,017)	(40,614)
非经营性收入	2,444	2,652	2,201	2,201	2,201
税前利润	272,311	308,687	342,798	343,265	337,924
税金	(63,866)	(69,996)	(80,811)	(81,422)	(79,477)
税后利润	208,445	238,691	261,986	261,842	258,447
少数股东权益	(180)	(159)	(1,202)	(1,323)	(1,455)
净利润	208,265	238,532	260,784	260,520	256,992
变动 (%)	26	15	9	(0)	(1)

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					
现金及中央银行存款	2,762,156	3,174,943	3,244,875	3,549,126	3,853,865
银行间贷款	827,439	1,181,029	751,179	1,068,383	1,472,245
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)	(238,092)	(284,038)
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	19,593,266	21,722,832	23,976,350
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	892,425	952,801	1,018,413
总负债	14,519,045	16,413,758	18,289,697	20,244,263	22,325,009
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	484,074	565,284	645,815
留存收益	313,334	372,541	464,678	556,673	647,053
总股东权益	956,742	1,124,997	1,299,507	1,473,845	1,645,889
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	1,303,570	1,478,569	1,651,341
总负债及权益	15,476,868	17,542,217	19,593,266	21,722,832	23,976,350

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	2,011	2,012	2013E	2014E	2015E
税前利润	272,311	308,687	342,798	343,265	337,924
非现金项目	46,065	58,350	26,833	46,203	77,662
其他项目	27,310	54,457	100	100	100
交易活动产生的现金	345,686	421,494	369,731	389,568	415,686
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	1,192,989	1,093,936	1,236,579
投资及融资回报	(1,944)	(7,652)	(5,958)	(5,253)	(4,617)
税金	(47,812)	(65,353)	(72,735)	(73,285)	(71,534)
总现金流	346,179	525,856	1,114,296	1,015,398	1,160,427
投资	(58,001)	(123,861)	(1,478,723)	(592,932)	(656,906)
自由现金流	288,178	401,995	(364,428)	422,466	503,521
收购	0	(3,723)	(5)	(5)	(5)
投资者可用现金	288,178	398,272	(364,433)	422,461	503,516
投资活动产生的净现金	(107,757)	(200,589)	(1,557,422)	(671,474)	(733,062)
融资活动产生的净现金	39,217	(40,713)	(109,493)	(107,079)	(103,754)
汇兑收益	(8,058)	(4,220)	0	0	0
现金增加/(减少)	319,337	353,339	(473,925)	315,383	399,762
现金及等价物	528,971	848,308	1,201,647	727,722	1,043,104
现金	848,308	1,201,647	727,722	1,043,104	1,442,866
现金增加/(减少)	319,337	353,339	(473,925)	315,383	399,762

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	4.28	4.08	3.97
资金成本	1.72	2.05	2.05	2.02	1.98
利差	2.42	2.43	2.23	2.07	1.99
净息差	2.55	2.60	2.41	2.26	2.18
其他收入总收入	22.9	21.1	21.8	23.0	23.9
成本收入比	29.9	29.2	29.6	30.3	31.3
有效税率	23.5	22.7	23.6	23.7	23.5
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
表内外资产负债增长率	33.9	24.2	11.5	10.3	9.4
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
存款/付息债务比率	87.5	87.5	86.7	85.6	84.3
超额储备	0.7	2.0	2.0	2.0	2.0
资产质量					
五级不良贷款率	0.9	0.8	1.2	1.6	2.2
特别关注贷款	3.0	2.6	8.0	9.0	10.0
逾期贷款	1.38	1.43	1.80	2.00	2.20
拨备/不良贷款	266.9	295.5	194.6	137.6	111.3
拨备/贷款总额	2.5	2.5	2.3	2.2	2.5
个别拨备覆盖率	48.5	42.1	180.8	126.5	102.2
信贷成本	0.4	0.4	0.1	0.3	0.5
资本充足率					
权益资产比率	6.2	6.4	6.7	6.8	6.9
盈余资本	5.2	5.7	3.6	3.4	3.3
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	11.3
回报率					
资产报酬率	2.28	2.27	2.10	1.98	1.91
资产收益率	1.4	1.4	1.4	1.3	1.1
净资产收益率	23.4	22.9	21.5	18.8	16.5
风险加权资产收益率	2.7	2.7	2.4	2.0	1.8
运用资本收益率	20.99	19.78	19.02	17.17	15.43

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

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刊载或转发的，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