

## 工商银行 (601398)

2013 年 10 月 31 日

## 净利润增速环比略降符合预期，不良率略有反弹

## 推荐 (维持)

现价: 3.81 元

## 主要数据

行业	银行
公司网址	www.icbc.com.cn
大股东/持股	中央汇金投资有限责任公司/35.5%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	349,649
流通 A 股(百万股)	262,855
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	13,357
流通 A 股市值(亿元)	10,050
每股净资产(元)	3.51
资本充足率(%)	13.17

## 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
黄耀锋	投资咨询资格编号 S1060513070007 021-38639002 HUANGYAO FENG558@pingan.com.cn
王宇轩	投资咨询资格编号 S1060513020001 021-38633846 wangyuxuan535@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 投资要点

## 事项:

工商银行前三季度归属股东净利润同比增长 11%，EPS 0.59 元，贷款和存款分别环比年初增长 10%和 7%，净息差 2.57%，不良率环比 2 季度上升 4 个 BP 到 0.91%，拨备覆盖率 269%，拨贷比 2.44%，按照新资本管理办法下核心及总资本充足率分别为 10.59%和 13.17%，ROE 23%，ROA 1.51%，成本收入比 25%。

## 平安观点:

## ■ 净利润增速符合预期

工行上半年净利润增速完全符合我们在三季报前瞻中的预期 (11%)。整体净利息收入增速平稳 (2.4%QoQ)，手续费及佣金收入环比增速略有下滑 (-15.3%QoQ)，是营业收入环比 2 季度略有下降的主要原因。在成本端，公司 13 年加大了对成本端的管控力度，同时拨备计提上相对稳健。前三季度成本收入比同比下降了 0.2 个百分点；信贷成本与去年同期持平。

## ■ 受流动性危机影响甚微，NIM 表现较中小银行更加稳定

工行前三季度 NIM 为 2.57%，3 季度单季净息差环比 2 季度上升了约 2 个 BP，显示出公司在大多数银行普遍受到 6 月流动性危机的负面影响情况下，业绩表现依然稳定。虽然公司付息负债成本率 3 季度较 2 季度环比增加了 8 个 BP，但生息资产收益率环比同时也提升了 10 个 BP。我们认为，工行相对优秀的流动性管理能力使得其在应对资金市场紧张的能力优于其他中小银行，净拆出资金利差的扩大是 3 季度净息差环比上升的主要原因。同时，工行 3 季度继续在生息资产结构上进行调整，在存款(仅 1%QoQ 增长)及其他负债增长相对有限的情况下，提高了贷款(有 2.3%的环比增速)的占比；同时进一步压缩同业资产 (-5%QoQ)。

## ■ 不良率小幅抬头，公司拨备计提依然平稳

公司 3 季度不良率环比 2 季度上升了 4 个 BP 达到 0.91%。我们估算公司在三季度不良核销/转出上加大了力度，规模达到 70 亿左右，超过了上半年合计核销规模的 65 亿。若加回核销前不良率为 0.99%，虽不良率有所抬头但风险整体可控。公司三季度信贷成本 28 个 BP，同比与去年水平持平，显示出公司在拨备政策仍相对平稳。由于不良的上行、核销的加大，公司的拨贷比整体环比下降了 6 个 BP 到 2.44%，略低于 2.5%的监管要求。我们认为工行会在 4 季度略加大拨备规模，年末达标对业绩的压力相对较小。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	470,594	529,605	594,224	685,022	784,693
YoY (%)	23.7	12.5	12.2	15.3	14.5
净利润(百万元)	208,265	238,532	262,805	295,881	337,762
YoY(%)	26.1	14.5	10.2	12.6	14.2
ROE(%)	23.4	22.9	21.7	21.3	21.1
EPS(摊薄/元)	0.60	0.68	0.75	0.85	0.97
P/E(倍)	6.39	5.58	5.07	4.50	3.94

### ■ 维持“推荐”评级

我们维持工商银行 13-14 年归属股东净利润增速 10.2%和 12.6%的预测,预计 13-14 年 EPS 分别为 0.75、0.85 元,对应收盘价动态 P/E 分别为 5.1、4.5 倍,动态 P/B 分别为 1.0、0.9 倍。业绩稳健,股价弹性偏弱,维持“推荐”评级。

### ■ 风险提示

公司资产质量恶化程度超出预期。

图表1 盈利预测

	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>每股指标 (RMB)</b>						<b>经营管理 (%)</b>					
EPS	0.60	0.68	0.75	0.85	0.97	贷款增长率	14.7%	13.0%	13.3%	12.5%	12.5%
BVPS	2.74	3.22	3.71	4.26	4.88	生息资产增长率	14.8%	12.7%	12.0%	12.4%	12.1%
每股股利	0.20	0.24	0.26	0.30	0.34	总资产增长率	15.0%	13.3%	12.0%	12.3%	12.0%
分红率	34.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	存款增长率	10.3%	11.2%	13.0%	13.0%	12.3%
<b>资产负债表 (Rmb mn)</b>						付息负债增长率	13.4%	11.3%	11.9%	12.6%	12.0%
贷款总额	7,788,900	8,803,695	9,974,587	11,221,410	12,624,087	净利息收入增长率	19.4%	15.2%	9.4%	14.2%	13.5%
证券投资	3,933,362	4,098,643	4,549,494	5,045,096	5,594,687	手续费及佣金净收入增	39.4%	4.4%	23.0%	19.0%	18.0%
应收金融机构的款项	827,439	1,181,029	1,334,563	1,542,365	1,758,296	营业收入增长率	23.7%	12.5%	12.2%	15.3%	14.5%
生息资产总额	15,116,976	17,037,904	19,079,750	21,448,406	24,050,984	拨备前利润增长率	24.7%	12.9%	12.1%	13.4%	14.5%
资产合计	15,476,868	17,542,217	19,652,143	22,070,409	24,724,412	税前利润增长率	26.4%	13.4%	10.6%	12.6%	14.2%
客户存款	12,302,645	13,680,919	15,459,438	17,469,165	19,617,873	净利润增长率	26.1%	14.5%	10.2%	12.6%	14.2%
计息负债总额	14,054,450	15,638,807	17,498,334	19,704,040	22,070,128	非息收入占比	21.6%	20.0%	22.0%	22.7%	23.3%
负债合计	14,519,045	16,413,758	18,352,335	20,577,687	23,011,469	成本收入比	29.7%	29.0%	29.0%	30.0%	30.0%
股本	349,084	349,620	349,620	349,620	349,620	信贷成本	0.43%	0.41%	0.45%	0.48%	0.5%
股东权益合计	956,742	1,124,997	1,295,820	1,488,143	1,707,688	所得税率	23.5%	22.7%	23.0%	23.0%	23.0%
<b>利润表 (Rmb mn)</b>						<b>盈利能力 (%)</b>					
净利息收入	362,764	417,828	457,195	522,286	593,039	NIM	2.61%	2.66%	2.61%	2.63%	2.66%
净手续费及佣金收入	101,550	106,064	130,459	155,246	183,190	拨备前 ROAA	2.10%	2.07%	2.06%	2.09%	2.13%
营业收入	470,594	529,605	594,224	685,022	784,693	拨备前 ROAE	34.1%	32.9%	31.7%	31.3%	31.2%
营业税金及附加	-28,875	-35,066	-39,345	-45,356	-51,956	ROAA	1.44%	1.44%	1.41%	1.42%	1.44%
拨备前利润	303,432	342,432	383,784	435,388	498,558	ROAE	23.4%	22.9%	21.7%	21.3%	21.1%
计提拨备	-31,121	-33,745	-42,251	-50,870	-59,614	<b>流动性 (%)</b>					
税前利润	272,311	308,687	341,532	384,518	438,944	分红率	34.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.00%
净利润	208,265	238,532	262,805	295,881	337,762	贷存比	63.3%	64.4%	64.5%	64.2%	64.35%
<b>资产质量</b>						贷款/总资产	50.3%	50.2%	50.8%	50.8%	51.06%
NPL ratio	0.94%	0.85%	0.92%	0.94%	0.98%	债券投资/总资产	25.4%	23.4%	23.2%	22.9%	22.63%
NPLs	73,011	74,575	91,766	105,481	123,716	银行同业/总资产	5.3%	6.7%	6.8%	7.0%	7.11%
拨备覆盖率	267%	296%	272%	268%	267%	<b>资本状况</b>					
拨贷比	2.51%	2.51%	2.50%	2.52%	2.62%	核心资本充足率	10.07%	10.62%	10.18%	10.73%	11.11%
一般准备/风险加权资产	2.31%	2.32%	2.15%	2.21%	2.31%	资本充足率	13.17%	13.66%	12.68%	12.99%	13.12%
不良贷款生成率	0.04%	0.12%	0.32%	0.30%	0.25%	加权风险资产	8,447,263	9,511,205	11,594,764	12,800,837	14,340,159
不良贷款核销率	-0.05%	-0.10%	-0.14%	-0.17%	-0.10%	% 总资产	54.6%	54.2%	59.0%	58.0%	58.0%

资料来源：公司年报、平安证券研究所

## 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  $\pm 10\%$ 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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（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：

此报告旨在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。



## 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