

2014年03月28日

工商银行 (601398.SH)

经营审慎，国际化战略持续推进

■ **业绩符合预期**：2013年实现归属母公司股东净利润2626.5亿元，同比增长10.1%，4季度单季同比增长7.9%，环比下降15%，主要是4季度手续费收入环比下降以及投资损失拖累了营业收入，同时信用成本显著高于3季度所致。

■ **息差2.57%，同比下降9bp，4季度环比有所上升**：息差收窄原因主要有：1、2012年两次降息后50%的贷款2013年上半年重定价；2、主动调整信贷结构，收益高的小微企业贷款由于风险问题做了一些控制，按揭贷款则增幅28.5%，其中48%的新增按揭有利率下浮，高收益开发贷压降86亿；3、存款定期化。预计2014年息差会有所下降，但幅度不会很大。

■ **信贷投放策略偏审慎**：除了小微贷款趋于审慎外，公路、电力、城建、非保障性住房领域贷款继续调控，四大行业贷款占比34.4%，比年初下降3.9个百分点。平台贷减少943亿元，占比5.5%，较年初下降1.8个百分点。钢铁、电解铝、水泥、造船、平板玻璃这五大产能过剩行业贷款余额1440亿元，占比2.3%。预计2014年公司仍将坚持审慎的信贷投放策略，贷款增量上也不会高于2013年。

■ **中间业务4季度环比下降**：主要受监管及投资损失的影响。长远来看，非息业务比重目标在50%左右。

■ **资产质量平稳**：不良率0.94%，比3季末上升3bp，逾期和关注类占比则有下降。预计2014年资产质量延续2013年趋势。

■ **投资建议**：工行经营稳健，综合化、国际化稳步推进，我们预计其2014年净利润增速7.7%，目前股价对应2014年股息收益率高达8.3%，配置价值显现，维持“增持-A”评级。

■ **风险提示**：经济增速大幅下滑。

单位	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
EPS	0.68	0.75	0.81	0.88	0.95
PPOP	0.98	1.07	1.15	1.23	1.36
BVPS	3.23	3.64	4.16	4.74	5.35
DPS	0.24	0.26	0.28	0.31	0.33
PE	4.98	4.52	4.19	3.83	3.57
PPPOP	3.48	3.16	2.95	2.74	2.49
PB	1.05	0.93	0.81	0.71	0.63

盈利和估值	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
股息收益率	7.04	7.74	8.34	9.13	9.80
ROE	21.15	20.57	19.37	18.64	17.70
ROA	1.36	1.39	1.37	1.38	1.34
RORWA	2.51	2.19	2.17	2.18	2.11

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

国有银行Ⅲ

投资评级

增持-A

维持评级

6个月目标价

3.85元

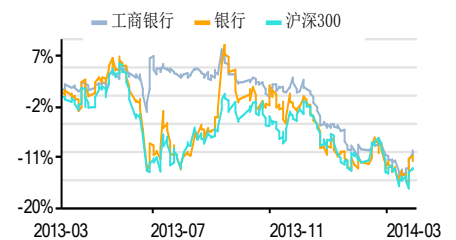
股价 (2014-03-27)

3.38元

交易数据

总市值 (百万元)	1,187,693.71
流通市值 (百万元)	894,329.84
总股本 (百万股)	351,388.67
流通股本 (百万股)	264,594.63
12个月价格区间	3.23/4.22元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	0.53	0.83	-1.40
绝对收益	0.60	-5.59	-17.96

许敏敏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080003
xumm@essence.com.cn
021-68765372

相关报告

大行风范，稳健经营	2013-08-30
经营稳健，不良双降	2013-03-29
工商银行：拨备计提力度不大：2011年年报点评	2012-04-05

更新时间: 2014-03-27

财务报表预测和估值数据汇总(利润表(百万元))

(百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利息收入	417,828	443,335	471,948	502,688	547,669
利息收入	721,439	767,111	844,887	925,206	1,021,181
利息支出	-303,611	-323,776	-372,939	-422,518	-473,512
净手续费及佣金收入	106,064	122,326	139,452	157,580	181,217
手续费及佣金收入	115,881	134,550	153,387	173,327	199,326
手续费及佣金支出	-9,817	-12,224	-13,935	-15,747	-18,109
其它净收入	5,713	12,427	11,000	13,040	12,800
营业总收入	529,605	578,088	622,399	673,308	741,686
营业税费	-35,066	-37,441	-40,767	-44,102	-48,828
经营费用	-153,336	-165,280	-178,629	-195,259	-215,089
拨备前利润	341,203	375,367	403,004	433,947	477,769
资产减值准备	-33,745	-38,321	-40,326	-32,788	-47,054
税前利润	308,687	338,537	364,178	402,759	432,315
所得税	-69,996	-75,572	-80,847	-92,635	-99,433
净利润	238,691	262,965	283,330	310,124	332,883
可供母公司分配净利润	238,532	262,649	282,998	309,776	332,517

(百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
客户贷款	8,583,289	9,681,415	10,553,075	11,482,398	12,461,277
证券投资	4,083,887	4,322,244	4,543,398	4,998,220	5,732,187
其他生息资产	4,355,972	4,343,894	4,956,435	5,403,481	5,981,413
其他资产	519,069	570,199	598,903	630,406	747,677
资产总额	17,542,217	18,917,752	20,651,811	22,514,506	24,922,553
客户存款	13,642,910	14,620,825	15,739,984	16,856,531	18,053,820
应付债券	270,195	383,576	409,240	421,413	442,319
其他计息负债	2,045,444	2,122,166	2,203,598	2,359,914	2,888,611
其他负债	455,209	512,722	836,407	1,212,610	1,657,629
负债总额	16,413,758	17,639,289	19,189,228	20,850,469	23,042,380
股东权益	1,124,997	1,274,134	1,458,083	1,659,437	1,875,573
股本	349,620	351,390	351,390	351,390	351,390
负债和权益合计	17,542,217	18,917,752	20,651,811	22,514,506	24,922,553

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
客户贷款	13.0	12.8	9.0	8.8	8.5
证券投资	4.3	5.8	5.1	10.0	14.7
生息资产	12.7	7.8	9.3	9.1	10.5
总资产	13.3	7.8	9.2	9.0	10.7
客户存款	11.3	7.2	7.7	7.1	7.1
计息负债	12.5	7.3	7.2	7.0	8.9
净利息收入	15.2	6.1	6.5	6.5	8.9
净手续费及佣金收入	4.4	15.3	14.0	13.0	15.0
营业收入增速	12.5	9.2	7.7	8.2	10.2
拨备前利润增速	12.9	10.0	7.4	7.7	10.1
税前利润增速	13.4	9.7	7.6	10.6	7.3
归属母公司利润增速	14.5	10.1	7.7	9.5	7.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

(% of AVG Assets)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利息收入	2.53	2.43	2.39	2.33	2.31
非利息收入	0.68	0.74	0.76	0.79	0.82
营业收入	3.21	3.17	3.15	3.12	3.13
营业税费	0.21	0.21	0.21	0.20	0.21
经营费用	0.93	0.91	0.90	0.90	0.91
计提准备金前的营业利润	2.07	2.07	2.04	2.02	2.02
准备金	0.20	0.21	0.20	0.15	0.20
税前利润	1.87	1.86	1.84	1.87	1.82
所得税	0.42	0.41	0.41	0.43	0.42
税后利润	1.45	1.44	1.43	1.44	1.40
ROAA	1.45	1.44	1.43	1.44	1.40
平均权益乘数	6.81	6.99	7.37	7.69	7.91
ROAE	22.88	21.85	20.67	19.84	18.78

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
贷款/资产总额—期末	48.9	51.2	51.1	51.0	50.0
贷款/资产总额—平均	49.0	50.1	51.1	51.0	50.5
贷款/存款—期末	62.9	66.2	67.0	68.1	69.0
贷款/存款—期初	61.9	62.9	66.2	67.0	68.1
贷存比 (不含贴现)	63.2	66.9	67.9	69.2	70.0

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
不良贷款率	0.85	0.94	0.99	1.03	1.09
拨备覆盖率	295.5	257.2	260.0	265.0	240.0
拨备/贷款	2.5	2.4	2.6	2.7	2.6

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
加权风险资产占比	54.22	63.34	63.30	63.30	63.30
核心资本充足率	10.62	10.57	10.91	11.28	11.43
资本充足率	13.66	13.12	13.43	13.74	13.78

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利息收入/营业收入	78.89	76.69	75.83	74.66	73.84
手续费和佣金收入/营业	20.03	21.16	22.41	23.40	24.43
非利息收入/营业收入	21.11	23.31	24.17	25.34	26.16
经营费用/营业收入	28.95	28.59	28.70	29.00	29.00
经营费用/平均资产	0.93	0.91	0.90	0.90	0.91

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
生息率	4.49	4.34	4.40	4.41	4.43
付息率	2.01	1.96	2.10	2.22	2.31
利差	2.48	2.38	2.30	2.19	2.13
NIM	2.60	2.51	2.46	2.40	2.38
成本收入比	29.0	28.6	28.7	29.0	29.0
营业收入税率	6.6	6.5	6.6	6.6	6.6
信用成本	1.4	1.6	1.5	1.3	0.9
所得税率	22.7	22.3	22.2	23.0	23.0
股利分配率	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

许敏敏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	test		

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

