

2014年08月29日

郑春明

C0059@capital.com.tw

目标价(元) 4.50

公司基本资讯

产业别	银行
A 股价(2014/8/28)	3.44
上证综指(2014/8/28)	2195.82
股价 12 个月高/低	4.08/3.23
总发行股数(百万)	351404.92
A 股数(百万)	264610.88
A 市值(亿元)	12088.33
主要股东	中央汇金投资 有限责任公司 (35.33%)
每股净值(元)	3.86
股价/账面净值	0.89
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-4.4 -0.8 -4.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-03-28	3.20	买入

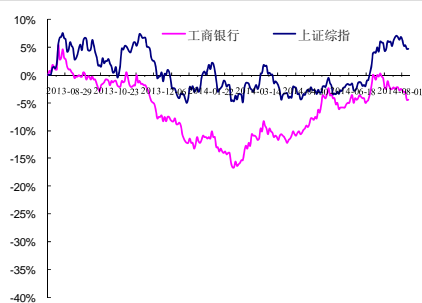
产品组合

净利息收入	75.2%
手续费净收入	20.7%
其他净收入	4.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.5%
一般法人	94.5%

股价相对大盘走势



工商银行(601398.SH/1398.HK) Buy 买入 (维持)

半年报点评: 盈利延续稳健, 具备长期投资价值

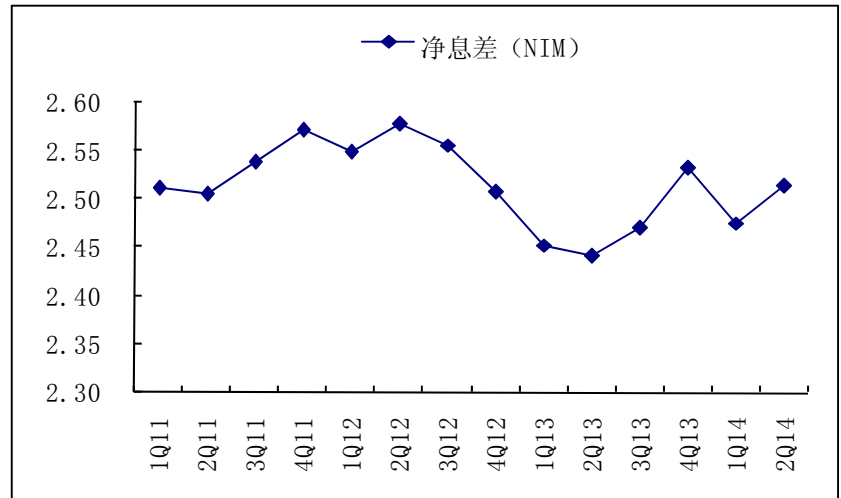
结论与建议:

工行发布半年报, 14H1实现归母净利润约1481.0亿元, YOY增长7.0%, 业绩符合预期。国有大行的稳健性得到延续, Q2息差略有回升, 生息规模平稳增长, 总体与我们的判断一致; 不良方面略有提升, 不过总体可控。工行盈利稳定性处于行业较优水准, 分红吸引力大, 具备长期投资价值。目前公司A股较H股折价较多, 预计沪港通开放后将倍受青睐, 并且考虑到港股估值也不高, 给予A/H股均为买入的建议。

- **盈利稳定, 符合预期:** 公司 14H1 实现营收 3284.3 亿元, YOY 增长 10.0%, 净利润 1481.0 亿元, YOY 增长 7.0%, 净利润与营收增速基本相当, 信用成本稳定, 符合预期。单季度来看, 公司 Q2 实现营收和净利润分别增 9.9%、7.5%, 成本管控合理, 单季度成本收入比 24.82%, 较去年同期略升 0.1 个百分点。另一方面, 上半年非息净收入亦取得同比增 9.8% 的不错表现, 其中手续费及佣金净收入同比增 8.7%, 主要来自于投行业务以及银行卡业务的贡献。
- **息差相对平稳:** 从利息收入端来看, 公司上半年末生息规模同比增 9.3%, 环比增 3.0%; 我们测算 Q2 息差约为 2.51%, 环比略升 3BP, 主要源于负债成本的下行, 工行息差在国有大行中表现最好, 我们认为工行具备相对优秀的管理能力以及较强的资金议价能力, 在面对利率市场化的冲击时有较强的抗风险能力。
- **资产质量总体良好, 核销力度有所加大:** 公司上半年末不良余额约为 1057.4 亿元, 环比提升约 50 亿元; 不良率环比略升 2BP 至 0.99%, 不良的提升幅度同样好于其他大行。不过值得注意的是, 公司上半年同业加大了核销, 上半年共核销约 107.8 亿元, 较去年多核销了 50 亿元左右, 本年加回核销后, 真实不良生成率存在一定压力, 未来需持续关注资产质量。
- **优先股有效扩充资本:** 7 月 25 日, 公司董事会通过不超过 800 亿元优先股方案, 其中拟在境外发行 350 亿元, 公司 Q2 末资本充足率及一级资本充足率分别为 13.67%, 11.36%, 已符合监管要求, 预计此次优先股完成后将再次提升一级资本充足率约 0.7 个百分点(按 2013 年末风险加权资产测算), 我们认为工行未来两至三年内资本消耗都将得到有效补充, 并且高达 43.8% 的境外发行比例也有利于较好的控制整体融资成本。
- **盈利预测与投资建议:** 工行盈利稳健性在上市商行中明显处于较优水平, 并且分红也具备较大的吸引力, 具备长期投资价值。预计 2014/2015 年净利润分别为 2848/3090 亿元, YOY 分别增长 8.3%/8.5%, 折合 EPS 分别为 0.81 元、0.86 元, 目前股价对应 2014/2015 年 PE 分别为 4.2X/3.9X, 14 年 PB 0.85X, 港股 PB 也仅为 0.97X 左右, 估值偏低, 维持 A/H 均为买入的投资建议。
- **风险提示:** 宏观经济超预期下行; 利率市场化提速。

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	208,445	238,691	262,965	284,817	308,991
同比增减	%	25.55%	14.51%	10.17%	8.31%	8.49%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.60	0.68	0.75	0.81	0.88
同比增减	%	25.55%	14.51%	10.17%	8.31%	8.49%
市盈率 (P/E)	X	5.80	5.06	4.60	4.24	3.91
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.24	0.26	0.28	0.31
股息率 (Yield)	%	5.90%	6.95%	7.61%	8.23%	8.92%

表：工行季度净息差（%）



来源：公司财报、群益整理

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入净额	475,214	536,945	589,637	652,275	692,586
净利息收入	362,764	417,828	443,335	488,159	513,445
手续费及佣金净收入	101,550	106,064	122,326	134,649	149,221
营业支出	204,214	229,487	252,591	282,453	292,854
营业利润	271,000	307,458	337,046	369,822	399,732
拨备前利润总额	302,121	341,203	375,367	416,915	452,769
资产损失准备	31,121	33,745	38,321	47,093	53,037
利润总额	272,311	308,687	338,537	371,280	401,288
所得税	63,866	69,996	75,572	86,463	92,296
净利润	208,445	238,691	262,965	284,817	308,991

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
现金及存放央行款项	2,762,156	3,174,943	3,294,007	3,788,108	4,356,324
存放同业款项	206,342	411,937	306,366	321,684	337,769
交易性金融资产	152,208	221,671	372,556	558,834	838,251
持有到期投资	2,424,785	2,576,562	2,624,400	2,755,620	2,893,401
可供出售金融资产	840,105	920,939	1,000,800	1,090,872	1,189,050
客户贷款	7,594,019	8,583,289	9,681,415	10,479,475	11,343,321
固定资产	100,246	132,879	160,704	176,774	194,452
其他资产	149,933	260,003	265,279	278,543	292,470
资产总计	15,476,868	17,542,217	18,917,752	20,431,172	22,065,666
同业存放款项	1,091,494	1,232,623	867,094	910,449	955,971
客户存款	12,261,219	13,642,910	14,620,825	15,981,209	17,468,168
负债合计	14,519,045	16,413,758	17,639,289	18,982,138	20,433,794
股本(百万股)	349,084	349,084	351,389	351,390	351,390
股东权益总额	957,823	1,128,459	1,278,463	1,449,034	1,631,872
负债和所有者权益总计	15,476,868	17,542,217	18,917,752	20,431,172	22,065,666

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
经营活动产生的现金流量净额	348,123	533,508	-1,947	265,781	440,816
投资活动产生的现金流量净额	-56,733	-126,670	-164,161	-145,416	-154,788
筹资活动产生的现金流量净额	36,005	-49,279	-65,465	-57,372	-61,419
现金及现金等价物净增加额	319,337	353,339	-244,245	62,993	224,609

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场,或买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证;@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。