

中性（下调）

稳步增长 下调评级

——工商银行(601398)2009年度报告点评——

研究员

解学成

执业证书编号: S1250208070159

电话: 010-88092288-8663

邮箱: jxc@swsc.com.cn

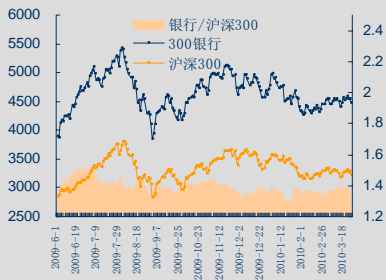
付立春

执业证书编号: S1250109050918

电话: 010-88092288-8539

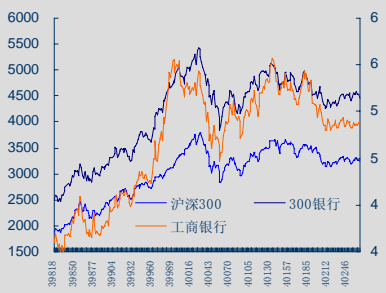
邮箱: flc@swsc.com.cn

银行业相对市场的表现: 2009H-



资料来源: 西南证券研发中心

工商银行的市場表现: 2009-



资料来源: 西南证券研发中心

点评:

2009年工商银行总资产增长20.78%，净利润增长16.3%，EPS0.39元。

- **中间业务增长、减值回拨，业绩较快增长。**尽管净利息收入同比小幅下降6.5%，但是中间业务收入增长111.45亿，同比增长25.3%，成为利润来源的主要贡献成分，其中对公理财和投资银行业务增长均超过55%。发售理财产品2.7万亿，或对其贷款实际增速。资产减值损失同比下降58%，对利润增长贡献突出。
- **资产、贷款增长稳定。**09年底，工商银行总资产达12万亿，而贷款增速低于同业，仅增长25.3%，其中人民币贷款增幅为24.2%，AA级以上贷款占比超过85%。不过，2009年理财产品可能成为贷款转出表外的渠道。
- **地方融资平台贷款7200亿、新增投4500亿元，贸易融资贷款增长一倍半。**从占总资产规模角度看，这一投放量比中行低，且这部分不良贷款额仅2亿元。考虑到工商银行贷款对象多为省级和国家级项目，又以大企业为主，因此，我们认为，工行融资平台的风险比平均水平低。从行业分类看，对贸易融资类的贷款同比增长155%，对基础设施建设类贷款4771亿元，同比增长28.8%。预计贷款结构今年将有所调整，贸易融资类贷款和基础设施建设贷款的新增规模将恢复常态。
- **息差低点缓慢回升。**受到去年利率水平和定价能力的影响，工行去年净息差降幅较大，下降64BP至2.16%，且上、下半年仅相差1BP。预计今年工行的净息差会随着市场平均息差的回升继续企稳，并在二季度逐步回升。
- **资本要求高，融资规模相对不大。**根据工行的报告，今年将在A股市场发售250亿可转债，同时在H股市场增发。并且表示，此轮融资后，三年内将不再融资。目前工行的资本充足率和核心资本充足率分别为12.36%和9.9%，在适度放贷的前提下，不会对今年的经营形成瓶颈。
- **工商银行的经营稳健，盈利能力较强，但高基数降低了其增长速度与潜力；工商银行的息差回升速度较慢；预计工行的中间业务将继续相对较快增长，但减值回拨的空间已经很小。鉴于2010年工行的业绩与市场的预测，我们下调工行的评级至“中性”。**

表 1 工商银行损益表

项目	2009-12-31	备注
一、净利息收入(亿元)	2,458.21	
利息收入(亿元)	4,058.78	
利息支出(亿元)	1,600.57	
二、净手续费及佣金收入(亿元)	551.47	中间业务增长突出,对公理财业务增长 59.3%,投资银行业务增长 56.2%,结算和现金管理增长 25%,银行卡手续费增长 31%,理财产品增长 125%。
手续费及佣金收入(亿元)	590.42	
手续费及佣金支出(亿元)	38.95	
三、经营收入(亿元)	-1,349.74	
四、经费费用(亿元)	1,017.03	
减值损失支出(亿元)	232.19	
五、税前利润(亿元)	1,672.48	
六、所得税(亿元)	378.98	
七、净利润(亿元)	1,285.99	

数据来源:西南证券研发中心

表 2: 工商银行资产负债表

项目	2009-12-31	备注
资产类项目:		
现金及存放央行款项(亿元)	16,957.47	
拆放同业及其他金融机构款项(亿元)	779.06	
客户贷款及垫款(亿元)	5,728,626	贷款增长平稳
投资(亿元)	15,531.63	
固定资产(亿元)	846.26	
递延税项资产(亿元)	186.96	
总资产(亿元)	117,850.53	
负债类项目:		
客户存款(亿元)	9,771,277	存款增长 18.82%,其中公司存款占比增加,活期存款占 52.61%
本期税项负债(亿元)	1.78	
权益(亿元)	6,738.93	
股本(亿元)	3,340.19	
公积金(亿元)	1,396.40	
法定一般准备(亿元)	842.22	
未分配利润(亿元)	1,179.31	
总权益和负债(亿元)	117,850.53	

数据来源:西南证券研发中心

表 3: 工商银行资本充足率统计表

项目	2009-12-31	2009-9-30	2009-6-30	2009-3-31	2008-12-31
资本总额(亿元)	7,951.15		7,085.61		6,656.40
资本净额(亿元)	7,319.56		6,643.28		6,200.33
核心资本(亿元)	6,221.21		5,818.70		5,436.42
附属资本(亿元)	1,729.94		1,266.91		1,219.98
资本充足率(%)	12.36	12.6	12.09	12.11	13.06
核心资本充足率(%)	9.9	9.86	9.97	9.97	10.75

数据来源: 西南证券研发中心

表 4: 中国 A 股银行及三大类银行的业绩预测

	2009 年增速	2010 年增速	2011 年增速
A 股银行	5.3	21.9	27.1
国有行 (4)	8.5	18.9	24.0
股份制 (7)	4.1	20.4	25.6
城商行 (10)	10.0	27.4	32.4

数据来源: 西南证券研发中心

表 5: 中国上市银行 2009 上半年综合指标对比

	工商	建设	中国	交通	招商	中信	民生	浦发	兴业	华夏	深发展	北京	南京	宁波
资本充足率	12.1	12.0	11.5	12.6	10.6	12.0	8.5	8.1	9.2	10.4	8.6	16.1	15.2	12.8
核心资本充足率	10.0	9.3	9.4	8.8	6.5	10.5	5.9	4.7	7.4	6.8	5.1	13.5	13.3	11.6
权益/总资产	5.4	5.5	5.8	4.7	4.3	7.1	4.1	2.9	4.4	3.5	3.3	7.4	8.8	6.9
ROA	0.8	0.9		0.7	0.6	0.7	0.8	0.6	0.7	0.3	0.6	0.8	0.9	0.7
ROE	10.9	11.5		10.4	10.1	7.3	13.3	15.3	12.2	6.0	13.4	8.5	7.1	7.9
不良贷款率	1.8	1.7	1.8	1.5	0.9	1.0	0.9	0.9	0.7	1.6	0.7	1.1	1.4	0.9
拨备覆盖率	138.2	150.5	139.0	193.9	241.4	150.1	169.9	216.0	218.8	153.4	133.1	200.4	164.7	160.4
存贷款比率	57.6	59.5		66.4	74.8	85.7	82.7	76.3	71.3	71.2		62.2	62.2	66.3

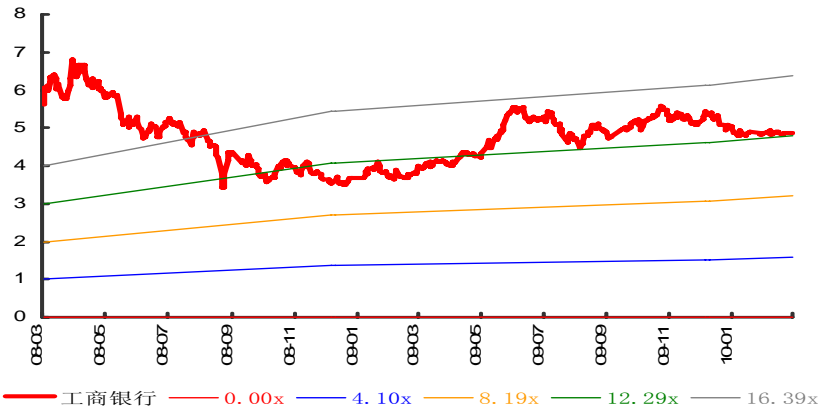
数据来源: 公司财报

表 6: 银行评级

投资策略	评级	国有	工商	建设	中国	交通	股份	招商	中信	浦发	兴业	民生	华夏	深发	城商	北京	宁波	南京
			中性	增持	增持	增持		买入	中性	增持	中性	增持	增持	增持		买入	增持	买入
目标价			6	7	5	11		25	8	28	47	10	13	28		22	15	23

数据来源: 西南证券研发中心。更新: 2010-3-23。

图 1: 工商银行 PE BAND



数据来源: 西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：(010) 88092288-3507、3217

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>