

工商银行：稳健增长可持续

——09 年度财报点评

2010 年 3 月 26 日

推荐/维持

工商银行

财报点评

王保伦 银行业分析师

wangbl@dxzq.net.cn 010-6650 7331

执业证书编号：S1480209110082

事件：

工商银行发布业绩公告：09年实现净利润1,293.50亿元，同比增长16.4%；每股收益0.39元；资本充足率和核心资本充足率分别为12.36%和9.90%；拟派发每10股现金股息人民币1.70元（含税）。

评论：

积极因素：

➤ 非息收入确保危机时期利润获得稳定持续增长

工行在经历金融危机、货币政策调整以及拨备覆盖率提高背景下，依然实现净利润16.4%增幅。其利润增长主要源于贷款规模较快增长、中间业务收入占比增加、投资收益大幅提高、资产减值损失减少和税率下降。

非利息收入成为工行09年利润增长的主要贡献者。手续费及佣金净收入（61.24%）、投资净收益（36.02%）、资产减值损失（177.53%）贡献最为明显，另外所得税率下降0.84pc至22.66%，对公司利润也有14亿元贡献。

单季度增长情况显示，工行依靠非利息收入增加利润的情况逐季出现改变，单季度同比出现利于利息收入增长的迹象，09年4季度，利息净收入季度同比增速回升3.97pc至6.12%，而投资净收益则下降至7.1%。

表1：非利息收入对利润增长贡献度增加

	金额（百万）	增速（%）	变化额（百万）	贡献度（%）
营业收入	309454	-0.10%	-304	-1.67%
利息净收入	245821	-6.55%	-17216	-94.60%
手续费及佣金净收入	55147	25.33%	11145	61.24%
投资净收益	9904	195.82%	6556	36.02%
公允价值变动净收益	-101	42.25%	-30	-0.16%
汇兑净收益	-1246	46.42%	-395	-2.17%
其他业务净收益	-452	234.81%	-317	-1.74%
营业支出	143460	-13.70%	-22767	-125.10%
营业税金及附加	18157	-3.24%	-608	-3.34%
管理费用	101703	11.14%	10197	56.03%
资产减值损失	23219	-58.19%	-32309	-177.53%
利润总额	167248	15.10%	21947	120.59%
减：所得税	37898	10.98%	3748	20.59%
净利润	129350	16.37%	18199	100.00%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表2：收入构成逐渐恢复到常态

(%)	年度同比						季度同比			
	2007	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
营业收入	42.08	21.88	-3.64	-4.29	-2.19	-0.1	-3.64	-4.92	2.05	6.12
利息净收入	37.61	17.18	-12.88	-11.95	-9.32	-6.55	-12.88	-11.01	-3.97	1.66
手续费及佣金净收入	110.38	27.97	12.37	13.33	18.73	25.33	12.37	14.27	31.81	49.55
投资净收益	4,644.19	64.12	-11.25	216.96	328.15	195.82	-11.25	1,019.30	621.44	7.1
公允价值变动净收益	/	44.53	248.39	278.4	-137.5	-42.25	248.39	290.73	-374.57	80.65
汇兑净收益	-184.57	87.63	110.27	87.08	42.17	-46.42	110.27	-176.88	-162.6	-123.68
其他业务净收益	-163.65	88.23	112.61	-262.37	-463.42	-234.82	112.61	-178.3	-1,236.36	29.03
营业支出	30.44	17.92	-15.22	-11.43	-12.18	-13.7	-15.22	-8.3	-13.49	-16.85
营业税金及附加	27.08	29.32	-1.91	-2.68	-3.54	-3.24	-1.91	-3.44	-5.19	-2.38
管理费用	35.93	4.42	-2.55	0.6	9.28	11.14	-2.55	3.04	27.95	15.52
资产减值损失	16.21	48.45	-50.4	-44.24	-56.38	-58.19	-50.4	-38.95	-70.66	-61.01
利润总额	60.95	26.22	4.45	1.5	6.87	15.11	4.45	-1.67	19.42	55.26
净利润	66.19	35.57	6.03	2.67	7.9	16.37	6.03	-0.86	19.94	59.99
归母公司所有净利润	66.79	36.32	6.16	2.76	7.74	16.1	6.16	-0.82	19.14	59.08

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

➤ 存贷比低位为应对紧缩货币政策留有余地

工行遵循稳健发展战略，较好控制贷款增速，09年贷款增速虽较08年有成倍增长，但25.86%的贷款增速低于同类银行，且其存贷比不仅低于其他同业银行，且低于成为硬性监管标准的75%存贷比的15.5pc。对于稳健的贷款增速以及较低的存贷比，可从容应对监管层多次提高存款准备金率的要求，在未来将再次成为资金的拆出行，可继续优化现有的资产机构。

图1：贷款增速适应要求稳步增长

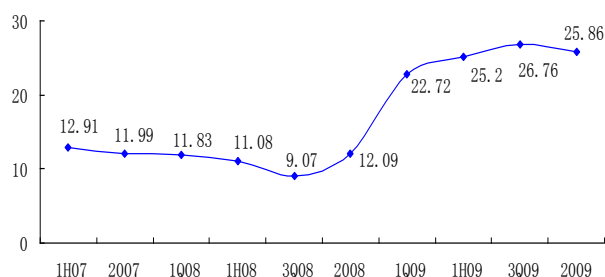
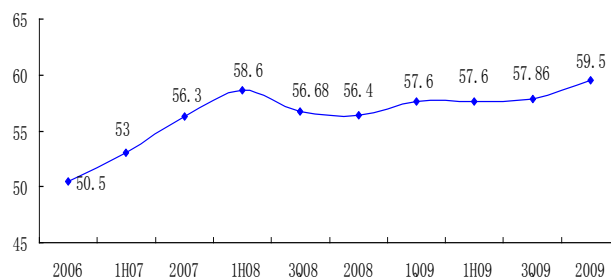


图2：存贷比低于监管要求



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

➤ 传统与创新并举促使手续费及佣金净收入对工行利润贡献增大

工行09年收益结构明显改善，手续费及佣金净收入占营业收入比重达17.82%，较08年提高3.61pc；传统以柜台为主的服务模式发生了重大改变，电子银行业务替代率超过一半。

工行09年实现手续费及佣金净收入551.47 亿元，较08年增加111.45 亿元，增长25.3%。其中，创新业务的投资银行和对公理财业务增长较快；传统的银行卡、担保及承诺、结算清算及现金管理、个人理财及私人银行、代理收付及委托和资产托管业务收稳步增长。

工行以其固有的市场地位、境内16232家分支机构和先进的IT系统及电子银行快速发展，手续费及佣金净收入已成为工行稳定的收入来源。

表3：手续费及佣金收入成为稳定的收入源

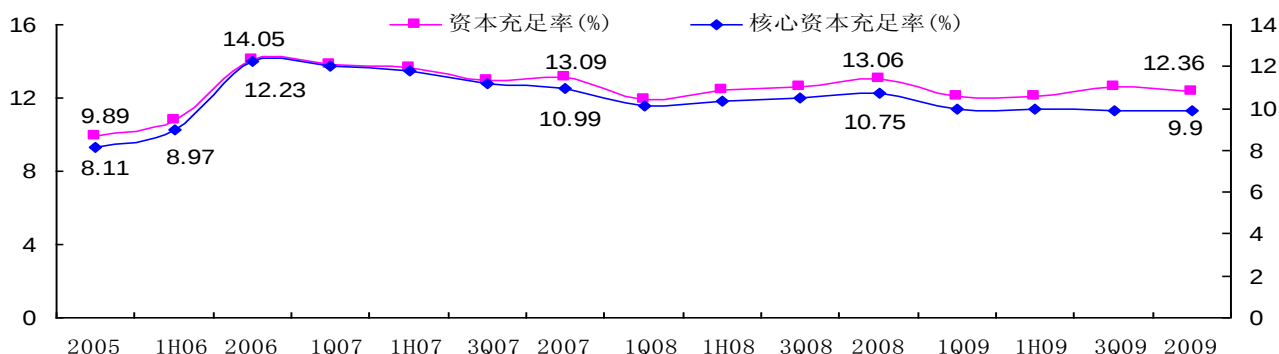
手续费收入项目(百万)	2008		2009		增速
	金额	占比	金额	占比	
结算、清算及现金管理	13,002	27.83%	14,587	24.71%	12.19%
投资银行	8,028	17.19%	12,539	21.24%	56.19%
个人理财及私人银行	10,327	22.11%	12,059	20.42%	16.77%
银行卡	7,199	15.41%	9,408	15.93%	30.68%
对公理财	2,788	5.97%	4,442	7.52%	59.33%
担保及承诺	1,849	3.96%	2,396	4.06%	29.58%
资产托管	2,066	4.42%	2,212	3.75%	7.07%
代理收付及委托	756	1.62%	882	1.49%	16.67%
其他	696	1.49%	517	0.88%	-25.72%
合计	46,711	100.00%	59,042	100.00%	26.40%
手续费及佣金净收入	44,002	14.21%	55,147	17.82%	25.33%
营业收入	309,758	100.00%	309,454	100.00%	-0.10%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

➤ 资本充裕再融资重在未来发展

09年较高贷款和近几年持续的对外扩张，消耗部分资本，09年资本充足率和核心资本充足率分别为12.36%和9.90%，较08年分别下降0.7pc和0.85pc，但相比同业，在业务快速发展过程中仍保持了较好的资本充足水平。工行在09年报发布会上宣布将发行不超过250亿元可转换公司债和在H股发行不超过已发行H股的20%的股票。如果发行成功，静态计算，工行的资本充足率将达12.78%，核心资本充足率将达11.29%。充裕的资本将使工行未来三年不再进行股权融资，可满足国内业务发展及海外扩展需求。

图3：资本充足率和核心资本充足率处于较高位



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

消极因素：**➤ 净息差回升弹性小，幅度仅为 1BP**

工行 09 年受金融危机、国内经济增长放缓和利息下调等因素影响，净息差收窄，较 08 年下降 69BP 至 2.26%。虽然工行净息差在 09 年底出现回升，但回升幅度较 09 年中期仅增加 1BP，与同业相比净息差反弹力度过弱。

2010 年流动性收紧利于银行定价权提升，但工行的客户结构以及资产结构，其定价权难有大的改变。只有在多次上调存款准备金率后，市场流动性严重收紧后，其资产优势才能发挥出来，净息差反弹幅度才会加大。

➤ 中长期贷款占比过大致息差反弹弱

工行 09 年响应政策号召，加大对基础设施行业贷款投放，致使中长期贷款增加较多。行业贷款占比增加的行业主要有水利、环境和公共设施管理业、房地产业、租赁和商务服务业、批发、零售及住宿和其他，其中，水利、环境和公共设施管理业增幅最大，占比增加了 4.4pc 至 12.9%。项目贷款持续需要资金，09 年开工项目 2010 年需要后续资金，对资金具有一定锁定效应，但银行在政府类贷款中定价权较弱，资金收益率受影响。

工行 09 年公司类贷款的中长期贷款占比较 08 年提升 5pc 至 60.9%；而整体贷款期限结构中，剩余期限为中长期以上的贷款占比达到 61.8%，较 08 年上升 6.3pc。中长期贷款占比过大，在加息预期中，或者加息更早来临，则受益加息的时间短，当年息差变动带来的收入少，这也将限制工行净息差反弹力度。

表4：中长期公司类贷款占比增大

公司贷款	2008		2009	
	金额(百万)	占比	金额(百万)	占比
短期公司类贷款	1,133,303	35.1%	1,190,417	30.1%
中长期公司类贷款	2,098,799	64.9%	2,767,369	69.9%
合计	3,232,102	100%	3,957,786	100%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表5：剩余期限中长期贷款占比超过六成

剩余期限	2008		2009	
	金额	占比	金额	占比
已减值或已逾期	115,742	2.5	95,442	1.7
1 年以下	1,916,991	42	2,089,594	36.5
1 至 5 年	1,202,882	26.3	1,633,587	28.5
5 年以上	1,336,379	29.2	1,910,003	33.3
合计	4,571,994	100	5,728,626	100

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

业务展望：

工行2010年将适当控制贷款规模，净息差反弹力度弱，再加之资产损失拨备难以延续贡献力度，有效税率难以大幅下降，因此，工行在优化资产结构和加大中间业务收入的背景下，2010年的业绩增长将比较平稳。

盈利预测：

预计工行10年和11年的每股收益分别为0.46元和0.58元，10年和11年的PE分别为10.65倍和8.45倍，10年和11年的PB分别为2.16倍和1.89倍。

投资建议：

维持“推荐”的投资评级。

分析师简介

王保伦

管理学博士，2007 年加盟东兴证券研究所，从事银行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。