

## 拟 A+H 配股，筹资 450 亿元

## 谨慎推荐 维持

分析师：叶云燕，CFA 信箱：[yeyunyan@chinastock.com.cn](mailto:yeyunyan@chinastock.com.cn) 电话：010-66568028 执业证书编号：S0130207091555

分析师：杨欢 信箱：[yanghuan@chinastock.com.cn](mailto:yanghuan@chinastock.com.cn) 电话：010-66568865 执业证书编号：S0130110014592

### 1. 事件

7月29日，工商银行发布董事会公告称，决定按每10股配售不超过0.6股的比例向全体股东配售，募集不超过450亿元资金。

### 2. 我们的分析与判断

#### ■ A+H 配售已在预期之内

此前媒体曾有报道，对于三大行的再融资方案，它们共同的大股东更倾向于 A+H 同比比例配股的方案，以保障其股权比例不被稀释，而建行与中行也先后发布配股公告。因此，市场对工行的配股可能性已存有强烈预期。相信此次公布方案对股价不会构成负面冲击。

#### ■ 配股价格预计在 2.25-2.86 元之间

与中行相同，配股价格的确定原则为在不低于发行前本行最近一期经境内审计师根据中国企业会计准则审计确定的每股净资产值的原则下，采用市价折扣法确定。

工行 2009 年未经审计的每股净资产为 2.02 元。若配股于下半年实施，我们相信 2010 年中报也将经过审计。预计上半年每股收益 0.248 元（同比增 25%），扣除派发的 09 年度现金红利每股 0.17 元，我们测算 2010 年中期每股净资产为 2.10 元。另外，考虑到配股工作的进度，我们预计最终实施时点可能在今年 4 季度，届时 3 季度盈利有望将公司的每股净资产增厚至 2.20 元以上（3 季报未经审计数）。

公司目前总股本 3340 亿股，按照 10 配 0.6 的上限，可配股份数将不超过 200.42 亿股。以 450 亿融资额计算，配股价为 2.25 元，仅略高于 2010 年 3 季末每股净资产。因此我们相信 2.25 元将是配股价底线。

交行的配股已顺利完成，我们预计工行的配股价将参考交行确定。交通银行的 A 股配股价 4.5 元，按 1 季末每股净资产 3.57 元，扣除每股现金分红 0.1 元后，每股净资产约 3.46 元，配股价 PB 约 1.3x。参考这一 PB，则工行的配股价格可能接近 2.86 元（按每股净资产 2.20 元计算），仅为目前 4.36 元市场价的 6.5 折。同时，考虑到汇金和财政部作为国有股东参与认购，应不希望配股价格过高，2.86 元将有可能是其上限。

#### ■ 对 A 股市场的资金需求有限

由于此次配股采用 A、H 同比比例的方式，且大股东中央汇金及财政部将参与配售。因此，对 A 股二级市场资金冲击极为有限。目前 A、H 股分占总股本的 75% 和 25%，A 股中汇金公司财政部所持的国有股合计超 70.7%，二级市场一般股东持股仅占 4.48%。配股资金需求仅 20 亿元。

#### ■ 配股成功，提升资本充足率约 1.2 个百分点

若此次配股在下半年顺利实施，则工行 2010 年末的核心资本充足率有望从 9.71% 提高至 10.95%，资本充足率从 11.29% 提升至 12.6%（参见表 1）。

### 3.投资建议

我们暂维持对工行的盈利预测。预计 10/11/12 年净利为 1548 亿/1843 亿/2161 亿元，年均复合增长 18.9%，EPS 为 0.46/0.55/0.65 元（未考虑配股摊薄）。维持谨慎推荐评级。

此次配股成功实施后，将充实公司资本，为未来三年的发展提供坚实基础。同时，我们预计配股价格相对二级市场价格会有比较显著的折扣，比较具有吸引力，长期投资者可以考虑积极参与。

表 1: 资本充足率测算

不考虑配股 (单位: 亿元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E
<b>核心资本净额</b>	<b>4640.79</b>	<b>4,841</b>	<b>5105.49</b>	<b>5864.31</b>	<b>6715.76</b>
附属资本	686.45	946.48	1219.98	1729.94	1729.94
<b>资本总额</b>	<b>5,327</b>	<b>5826.03</b>	<b>6656.4</b>	<b>7951.15</b>	<b>8445.7</b>
扣除项目	29.24	58.62	456.07	631.59	631.59
<b>资本净额</b>	<b>5298</b>	<b>5767.41</b>	<b>6200.33</b>	<b>7319.56</b>	<b>7814.11</b>
风险加权资产总额	37791.7	44053.45	47488.93	59213.3	69183.04
总资产	75091.18	86842.88	97576.54	117850.53	138366.08
风险加权系数	0.50	0.51	0.49	0.5	0.5
<b>资本充足率</b>	<b>14.02%</b>	<b>13.09%</b>	<b>13.06%</b>	<b>12.36%</b>	<b>11.29%</b>
<b>核心资本充足率</b>	<b>12.28%</b>	<b>10.99%</b>	<b>10.75%</b>	<b>9.90%</b>	<b>9.71%</b>
<b>考虑配股 (单位: 亿元)</b>					
<b>核心资本净额</b>	<b>4640.79</b>	<b>4,841</b>	<b>5105.49</b>	<b>5864.31</b>	<b>7294.57</b>
附属资本	686.45	946.48	1219.98	1729.94	1729.94
<b>资本总额</b>	<b>5,327</b>	<b>5826.03</b>	<b>6656.4</b>	<b>7951.15</b>	<b>9024.51</b>
扣除项目	29.24	58.62	456.07	631.59	631.59
<b>资本净额</b>	<b>5298</b>	<b>5767.41</b>	<b>6200.33</b>	<b>7319.56</b>	<b>8392.92</b>
风险加权资产总额	37791.7	44053.45	47488.93	59213.3	66631.72
总资产	75091.18	86842.88	97576.54	117850.53	138816.08
风险加权系数	0.50	0.51	0.49	0.5	0.48
<b>资本充足率</b>	<b>14.02%</b>	<b>13.09%</b>	<b>13.06%</b>	<b>12.36%</b>	<b>12.60%</b>
<b>核心资本充足率</b>	<b>12.28%</b>	<b>10.99%</b>	<b>10.75%</b>	<b>9.90%</b>	<b>10.95%</b>

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

表 3: 工商银行主要财务指标 (百万元)

利润表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	每股指标及估值	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
利息净收入	224465	263037	245821	307949	361439	416303	EPS	0.24	0.33	0.39	0.46	0.55	0.65
非息净收入	28268	46293	63252	79406	96429	117533	每股拨备前利润	0.45	0.60	0.57	0.71	0.84	0.97
营业收入	252733	309330	309073	387355	457868	533836	DVPS	0.13	0.16	0.17	0.21	0.25	0.29
营业支出	102142	110271	119860	150808	178601	208504	BVPS	1.61	1.81	2.02	2.31	2.65	3.05
拨备前利润	150591	199059	189213	236547	279267	325332	P/E	17.88	13.12	11.30	9.39	7.88	6.72
拨备	37406	55528	23219	34457	38805	43589	P/POP	9.65	7.30	7.68	6.14	5.20	4.47
税前利润	115114	145301	167248	202089	240462	281742	P/B	2.70	2.41	2.16	1.88	1.64	1.42
净利润	81256	110766	128599	154809	184356	216142	股息收益率	3.1%	3.8%	3.9%	4.8%	5.7%	6.7%
<b>资产负债表</b>							<b>杜邦分析</b>						
资产总额	8684288	9757654	11785053	13836608	15837882	18134546	净利息收入	2.58%	2.70%	2.09%	2.23%	2.28%	2.30%
贷款	3957542	4436011	5583174	6409010	7029997	7712080	非净利息收入	0.33%	0.47%	0.54%	0.57%	0.61%	0.65%
其他生息资产	4525398	5073210	5936348	7111959	8459284	10036167	营业收入	2.91%	3.17%	2.62%	2.80%	2.89%	2.94%
其他资产	201348	248433	265531	315638	348601	386299	营业支出	1.18%	1.13%	1.02%	1.09%	1.13%	1.15%
负债总额	8140036	9150516	11106119	13059648	14946230	17109713	拨备前利润	1.73%	2.04%	1.61%	1.71%	1.76%	1.79%
存款	6898413	8223446	9771277	11530107	13259623	15248566	拨备	0.43%	0.57%	0.20%	0.25%	0.25%	0.24%
其他计息负债	1034244	686628	1112694	1268348	1387683	1518952	税前利润	1.33%	1.49%	1.42%	1.46%	1.52%	1.55%
其他负债	207379	240442	222148	261193	298925	342194	税收	0.38%	0.35%	0.32%	0.34%	0.35%	0.36%
股东权益	538947	603183	673893	771919	886611	1019792	ROA	0.94%	1.14%	1.09%	1.12%	1.16%	1.19%
<b>盈利能力</b>							权益倍数	16.1	16.2	17.5	17.9	17.9	17.8
生息资产收益率	5.42%	4.83%	3.81%	4.02%	4.27%	4.35%	ROE	15.08%	18.36%	19.08%	20.06%	20.79%	21.19%
计息负债成本率	1.80%	2.11%	1.62%	1.71%	1.94%	2.02%	<b>资产负债比例</b>						
净利差	3.62%	2.72%	2.19%	2.32%	2.33%	2.33%	生息资产/总资产	99.0%	98.8%	98.9%	99.0%	99.2%	99.3%
净息差	3.41%	2.88%	2.31%	2.43%	2.46%	2.47%	贷款/生息资产	46.0%	46.0%	47.9%	46.8%	44.8%	42.8%
贷款收益率	6.35%	7.32%	5.53%	5.76%	6.14%	6.28%	债券/生息资产	36.1%	31.6%	30.9%	31.9%	33.8%	36.0%
存款成本率	1.69%	1.95%	1.49%	1.59%	1.83%	1.92%	同业资产/生息资产	3.2%	3.4%	5.5%	4.0%	4.0%	4.0%
存贷利差	4.66%	5.37%	4.05%	4.16%	4.32%	4.36%	计息负债/总负债	97.5%	97.4%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%
成本收入比	34.67%	29.58%	32.91%	33.00%	33.00%	33.00%	存款/计息负债	87.0%	92.3%	89.8%	90.1%	90.5%	90.9%
<b>增长率</b>							同业融资/带息负债	12.6%	7.3%	9.5%	9.3%	9.0%	8.6%
生息资产	87.7%	12.2%	20.8%	17.5%	14.6%	14.7%	应付债券/带息负债	0.4%	0.4%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%
贷款	12.0%	12.1%	25.9%	14.8%	9.7%	9.7%	贷存比	57.4%	53.9%	57.1%	55.6%	53.0%	50.6%
债券	#DIV/0!	-1.9%	18.1%	21.4%	21.5%	22.3%	<b>资本充足率</b>						
总资产	15.6%	12.4%	20.8%	17.4%	14.5%	14.5%	核心资本充足率	13.09%	13.06%	12.36%	11.29%	10.93%	10.83%
计息负债	15.9%	12.3%	22.2%	17.6%	14.4%	14.5%	资本充足率	10.99%	10.75%	9.90%	9.71%	9.57%	9.64%
存款	8.6%	19.2%	18.8%	18.0%	15.0%	15.0%	加权风险资产系数	0.51	0.49	0.50	0.50	0.51	0.51
利息净收入	37.6%	17.2%	-6.5%	25.3%	17.4%	15.2%	<b>资产质量</b>						
非息净收入	79.2%	63.8%	36.6%	25.5%	21.4%	21.9%	不良贷款余额	111774	104482	88467	111525	126018	141961
营业收入	41.3%	22.4%	-0.1%	25.3%	18.2%	16.6%	不良贷款/贷款	2.74%	2.29%	1.54%	1.69%	1.74%	1.78%
营业支出	34.6%	8.0%	8.7%	25.8%	18.4%	16.7%	拨备余额/不良贷款	103.5%	130.1%	164.4%	160.4%	172.0%	182.7%
拨备前利润	46.2%	32.2%	-4.9%	25.0%	18.1%	16.5%	当年拨备/不良贷款	33.47%	34.95%	24.51%	30.00%	30.00%	30.00%
净利润	66.8%	36.3%	16.1%	20.4%	19.1%	17.2%	信用风险成本	0.97%	1.01%	0.42%	0.55%	0.55%	0.56%

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

## 评级标准

---

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银行业分析师覆盖股票范围：

A 股：工商银行（601398）、建设银行（601939）、中国银行（601988）、交通银行（601328）、招商银行（600036）、兴业银行（601166）、民生银行（600016）、深发展 A（000001）、浦发银行（600000）、华夏银行（600015）、中信银行（601998）、北京银行（601169）、宁波银行（002142）、南京银行（601009）

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908