

净息差反弹，下半年将继续小幅提升

谨慎推荐

维持

分析师：叶云燕，CFA ✉: yeyunyan@chinastock.com.cn ☎: 010-66568028 执业证书编号: S0130207091555
分析师：杨欢 ✉: yanghuan@chinastock.com.cn ☎: 010-66568865 执业证书编号: S0130110014592

1. 事件

公司于8月27日发布2010年中期报告。上半年公司的财务表现比较强劲，归属于母公司净利润同比增长27.6%，达到846亿元，折每股0.25元。年化的ROAA同比提高0.11个百分点至1.37%，ROAE同比提升2.8个百分点至24.75%。其中，2季度单季实现净利润430.6亿元，同比增长38%，环比增长3.63%。

2. 我们的分析与判断

■ 利息净收入同比增速持续扩大

上半年实现利息净收入同比增长23.9%至1433亿元，其中2季度单季达到749亿元，季同比与环比增速均保持扩大趋势。利息净收入的持续增长体现了两方面原因：

(1) 生息资产规模继续保持扩张态势。上半年日均生息资产余额接近12.1万亿，同比增加1.75万亿，增长16.9%。规模的增长贡献了255亿的利息净收入增量；

(2) 公司积极调整资产负债结构，提升利息收益率水平。资产方面，收益率更高的贷款日均余额占比同比提升了近2个百分点至50.64%，同业资产日均余额比重则下降了2.57个百分点。其中的贷款结构构成中，票据占比同比下降5.9个百分点；证券投资中，收益率更低的重组类债券投资比重减少2.5个百分点，而非重组类债券投资占比则提升了3.23个百分点。在负债方面，低息的活期存款日均余额占比上升了4个百分点。

上半年受利率重订价的影响，生息资产收益率与计息负债成本率均保持下降态势，按日均余额口径计算同比分别下降22bp和33bp。由于前者降幅小于后者，净利差与净息差同比分别提升15bp和12bp，分别为2.28%和2.37%。从单季度趋势来看，净利差与净息差均保持回升态势。

下半年，受存款继续重订价及贷款议价能力提升的推动，净息差仍将在现有基础上小幅提升。

■ 手续费与佣金净收入保持强劲增长，占比提升

上半年实现手续费及佣金净收入368.9亿元，同比增长33%，占营业收入的20.30%，同比提高1.60个百分点。增长主要来自结算清算及现金管理、银行卡、对公理财、资产托管等业务收入。

■ 成本收入比维持低水平

公司的业务及管理费512.14亿元，同比增加71.74亿元增长16.3%，低于营业收入的增速，因此成本收入比同比下降1.51个百分点，保持在28.18%的同业低水平

■ 部分重组类投资到期，利于提升资金运用

2010年6月末，重组类债券投资余额为4023多亿，比上年末减少近4900亿元，主要是有部分投资到期，其中包括625亿应收财政部款项和4300亿定向央票。前者固定利率为3%，后者为1.89%，均低于非重组类债券投资收益率。

这部分投资到期后将可配置到收益率更高的其他资产，提升资金运用的收益率。

■ 不良继续保持双降

2010年上半年末不良贷款余额为800亿元，比09年末减少84亿元，不良率下降0.28个百分点至1.26%。贷款减值准备余额1520亿元，准备金覆盖率接近190%，提升25.4个百分点。

3.投资建议

预计公司10/11/12年实现利息净收入2980亿/3490亿/3920亿元，增长21.4%/17%/12.4%；实现净利润1614亿/1857亿/2122亿元，年均复合增长18.2%，EPS为0.64元/0.79元/0.82元。10/11/12年动态PE为8.5x/7.4x/6.5x，PB为1.8x/1.5x/1.3x，维持“谨慎推荐”评级。

表1: 净息差对盈利增长的贡献由负转正

业绩增长归因分析	08Q1	08H1	08Q3	08A	09Q1	09H1	09Q3	09A	10Q1	10H1
规模增长	170.27%	64.67%	52.65%	32.51%	46.77%	48.68%	33.75%	35.61%	20.29%	17.90%
净息差	-132.47%	-35.74%	-29.57%	-15.33%	-59.65%	-60.63%	-43.07%	-42.15%	-1.84%	5.61%
非息收入	5.05%	8.15%	7.33%	7.13%	9.34%	7.70%	7.13%	6.46%	1.43%	-0.98%
成本	8.97%	5.88%	7.00%	9.79%	-0.51%	-2.22%	-4.67%	-4.86%	-3.47%	3.40%
拨备	8.52%	5.53%	-2.88%	-5.37%	9.07%	8.28%	14.04%	20.60%	2.15%	3.72%
营业外净收入	0.38%	-0.60%	0.09%	-0.59%	-0.56%	-0.31%	-0.31%	-0.55%	0.05%	-0.54%
税收	20.76%	13.48%	14.60%	10.09%	1.71%	1.26%	0.87%	1.00%	-0.42%	-1.53%
净利润	81.47%	61.38%	49.22%	38.24%	6.16%	2.76%	7.74%	16.10%	18.19%	27.58%

资料来源: 中国银河证券研究部

表2: 同业资产同比大幅下降

资产负债同比增长	08Q1	08H1	08Q3	08A	09Q1	09H1	09Q3	09A	10Q1	10H1
资产	16.00%	13.20%	9.15%	12.36%	20.10%	21.65%	24.36%	20.78%	14.34%	13.34%
生息资产	33.24%	12.75%	107.43%	12.17%	104.34%	22.30%	24.70%	20.94%	14.23%	13.26%
贷款	11.83%	11.08%	9.07%	12.09%	22.72%	25.20%	26.76%	25.86%	16.62%	17.02%
同业往来资产	24.75%	-16.92%	-18.70%	20.40%	258.82%	400.47%	198.77%	94.10%	-13.26%	-43.90%
债券投资	6.48%	2.97%	-3.16%	-1.90%	-5.09%	-2.42%	11.64%	18.07%	16.07%	19.66%
负债	15.96%	13.40%	9.00%	12.41%	20.63%	22.25%	25.24%	21.37%	14.42%	13.28%
计息负债	15.6%	13.41%	9.21%	12.32%	20.96%	22.70%	25.96%	22.15%	14.52%	13.52%
存款	10.2%	12.65%	15.76%	19.21%	26.08%	26.45%	23.45%	18.82%	13.37%	13.63%
同业往来负债	76.92%	20.34%	-35.42%	-34.82%	-12.74%	-3.40%	52.22%	59.42%	24.81%	9.03%
应付债券	na	-10.54%	-6.70%	0.46%	-1.79%	-0.68%	111.47%	109.93%	111.76%	112.55%

资料来源: 中国银河证券研究部

表3: 贷款增速较年初增幅大于其他生息资产

资产负债较年初增长	08Q1	08H1	08Q3	08A	09Q1	09H1	09Q3	09A	10Q1	10H1
资产	5.26%	8.24%	8.06%	12.36%	12.52%	17.19%	19.60%	20.78%	6.52%	9.97%
生息资产	-38.15%	7.66%	7.63%	12.17%	12.67%	17.39%	19.66%	20.94%	6.42%	9.93%
贷款	4.45%	6.97%	8.48%	12.09%	14.36%	19.48%	22.67%	25.86%	5.96%	11.09%
同业往来资产	-3.86%	-18.80%	-0.39%	20.40%	186.54%	237.54%	147.19%	94.10%	28.06%	-2.44%
债券投资	2.50%	2.78%	-3.06%	-1.90%	-0.83%	2.24%	10.32%	18.07%	-2.51%	3.61%
负债	5.29%	8.67%	8.09%	12.41%	12.98%	18.18%	20.42%	21.37%	6.51%	10.31%
计息负债	5.11%	8.77%	8.05%	12.32%	13.19%	18.82%	21.18%	22.15%	6.11%	10.42%
存款	4.79%	9.28%	14.49%	19.21%	10.83%	15.93%	18.57%	18.82%	5.74%	10.86%
同业往来负债	7.41%	5.53%	-36.18%	-34.82%	43.80%	56.42%	49.05%	59.42%	12.58%	6.97%
应付债券		-0.10%	1.02%	0.46%	-0.86%	-1.23%	112.63%	109.93%	0.00%	0.00%

资料来源: 中国银河证券研究部

表 4: 单季利息净收入与净利润均同比快速增长

单季同比	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
利息收入	34.57%	28.22%	21.59%	11.99%	-5.25%	-9.32%	-9.67%	-7.15%	5.97%	14.73%
利息支出	29.46%	40.65%	36.25%	28.69%	7.62%	-6.79%	-17.43%	-19.69%	-11.07%	-4.89%
利息净收入	37.81%	21.05%	12.67%	2.64%	-12.88%	-11.00%	-3.97%	1.66%	18.45%	28.51%
非利息净收入	42.86%	94.03%	48.00%	70.52%	63.95%	24.02%	34.35%	32.32%	25.38%	13.35%
营业收入	38.40%	29.52%	16.99%	9.03%	-3.55%	-4.92%	1.96%	6.17%	19.88%	25.08%
营业支出	22.14%	24.93%	2.17%	-7.25%	-2.42%	2.02%	21.67%	12.79%	27.35%	7.91%
拨备前利润	0.5	32.36%	25.90%	24.48%	-4.06%	-8.96%	-7.64%	1.49%	16.41%	36.29%
拨备	15.20%	22.32%	99.07%	52.58%	-50.40%	-38.95%	-70.66%	-61.01%	-6.83%	-3.86%
税前利润	56.26%	33.73%	9.52%	4.40%	4.45%	-1.66%	19.42%	55.26%	18.61%	41.07%
所得税	114.76%	112.05%	77.10%	119.33%	99.39%	95.57%	117.57%	142.38%	119.88%	151.92%
净利润	77.02%	41.92%	25.54%	0.48%	6.16%	-0.82%	19.14%	59.08%	18.19%	38.18%

资料来源: 中国银河证券研究部

表 5: 单季度环比增速趋缓

单季环比	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
利息收入	4.53%	3.59%	2.75%	0.65%	-11.56%	-0.85%	2.35%	3.46%	0.93%	7.35%
利息支出	8.41%	11.65%	8.49%	-2.00%	-9.34%	-3.30%	-3.89%	-4.69%	0.39%	3.41%
利息净收入	2.36%	-1.19%	-1.09%	2.61%	-13.12%	0.94%	6.73%	8.62%	1.23%	9.52%
非利息净收入	36.24%	50.35%	-13.96%	-3.25%	31.00%	13.73%	-6.78%	-4.72%	24.13%	2.82%
营业收入	5.55%	5.07%	-3.33%	1.70%	-6.63%	3.58%	3.66%	5.90%	5.43%	8.07%
营业支出	-31.98%	23.34%	-13.99%	28.55%	-28.45%	28.96%	2.57%	19.17%	-19.22%	9.28%
拨备前利润	0.4	-3.28%	2.89%	-11.39%	8.80%	-8.22%	4.38%	-2.62%	24.79%	7.45%
拨备	-40.25%	16.16%	58.27%	38.90%	-80.57%	42.97%	-23.93%	84.55%	-53.58%	47.52%
税前利润	84.50%	-6.75%	-11.19%	-31.67%	84.59%	-12.21%	7.85%	-11.16%	41.02%	4.41%
所得税	86.78%	-12.16%	-12.69%	-16.70%	55.58%	-15.54%	7.41%	0.87%	31.00%	7.03%
净利润	84.48%	-5.12%	-10.25%	-36.04%	94.90%	-11.36%	7.81%	-14.60%	44.81%	3.63%

资料来源: 中国银河证券研究部

表 6: 净息差持续回升

季度息率(期末余额口径)	08Q1	08H1	08Q3	08A	09Q1	09H1	09Q3	09A	10Q1	10H1
生息资产收益率	6.07%	5.57%	5.38%	5.24%	3.90%	3.76%	3.70%	3.69%	3.52%	3.57%
计息负债成本率	1.93%	2.01%	2.09%	2.09%	1.78%	1.69%	1.62%	1.56%	1.34%	1.33%
NIS	4.14%	3.56%	3.30%	3.14%	2.12%	2.07%	2.08%	2.13%	2.18%	2.24%
NIM	3.81%	3.41%	3.23%	3.13%	2.25%	2.19%	2.19%	2.23%	2.27%	2.33%

资料来源: 中国银河证券研究部

表 7: 单季生息资产收益率回升

单季度息率(期末余额口径)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
生息资产收益率	6.07%	6.00%	4.86%	4.79%	3.90%	3.58%	3.55%	3.62%	3.52%	3.61%
计息负债成本率	1.93%	2.07%	2.22%	2.14%	1.78%	1.58%	1.47%	1.38%	1.34%	1.32%
NIS	4.14%	3.93%	2.64%	2.65%	2.12%	1.99%	2.08%	2.24%	2.18%	2.29%
NIM	3.81%	3.59%	2.80%	2.81%	2.25%	2.10%	2.18%	2.33%	2.27%	2.37%

资料来源: 中国银河证券研究部

表：工商银行财务数据简表

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	每股指标及估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
利息净收入	263037	245821	298420	349295	392670	EPS	0.33	0.39	0.48	0.56	0.64
非息净收入	46293	63252	75468	91964	112374	每股拨备前利润	0.60	0.57	0.70	0.83	0.94
营业收入	309330	309073	373888	441259	505045	DVPS	0.16	0.17	0.22	0.25	0.29
营业支出	110271	119860	138797	165448	189863	BVPS	1.81	2.02	2.33	2.67	3.05
拨备前利润	199059	189213	235091	275811	315182	P/E	12.42	10.70	8.53	7.41	6.49
拨备	55528	23219	24503	33709	38666	P/PPOP	6.91	7.27	5.85	4.99	4.37
税前利润	145301	167248	210588	242102	276516	P/B	2.28	2.04	1.77	1.54	1.35
净利润	110766	128599	161403	185669	212167	股息收益率	4.0%	4.1%	5.3%	6.1%	6.9%
资产负债表						杜邦分析					
资产总额	9757654	11785053	13790258	15784584	17800254	净利息收入	2.70%	2.09%	2.16%	2.21%	2.21%
贷款	4436011	5583174	6476251	7307419	8020663	非净利息收入	0.47%	0.54%	0.55%	0.58%	0.63%
其他生息资产	5073210	5936348	6997244	8127531	9396737	营业收入	3.17%	2.62%	2.71%	2.80%	2.84%
其他资产	248433	265531	316763	349633	382855	营业支出	1.13%	1.02%	1.01%	1.05%	1.07%
负债总额	9150516	11106119	13006704	14887992	16775047	拨备前利润	2.04%	1.61%	1.70%	1.75%	1.77%
存款	8223446	9771277	11530107	13259623	14983374	拨备	0.57%	0.20%	0.18%	0.21%	0.22%
其他计息负债	686628	1112694	1216463	1330610	1456172	税前利润	1.49%	1.42%	1.53%	1.53%	1.55%
其他负债	240442	222148	260134	297760	335501	税收	0.35%	0.32%	0.35%	0.35%	0.36%
股东权益	603183	673893	778513	891550	1020167	ROA	1.14%	1.09%	1.17%	1.18%	1.19%
盈利能力						权益倍数					
生息资产收益率	4.83%	3.81%	3.66%	3.73%	3.79%	ROE	18.36%	19.08%	20.73%	20.83%	20.80%
计息负债成本率	2.11%	1.62%	1.40%	1.44%	1.54%	资产负债比例					
净利差	2.72%	2.19%	2.27%	2.29%	2.25%	生息资产/总资产	98.8%	98.9%	98.9%	99.1%	99.2%
净息差	2.88%	2.31%	2.36%	2.39%	2.36%	贷款/生息资产	46.0%	47.9%	47.5%	46.7%	45.4%
贷款收益率	7.32%	5.53%	5.18%	5.32%	5.42%	债券/生息资产	31.6%	30.9%	31.4%	32.1%	33.3%
存款成本率	1.95%	1.49%	1.28%	1.33%	1.44%	同业资产/生息资产	3.4%	5.5%	5.1%	5.0%	5.0%
存贷利差	5.37%	4.05%	3.90%	3.98%	3.98%	计息负债/总负债	97.4%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%
成本收入比	29.58%	32.91%	31.50%	32.00%	32.00%	存款/计息负债	92.3%	89.8%	90.5%	90.9%	91.1%
增长率						同业融资/带息负债					
生息资产	12.2%	20.8%	17.1%	14.6%	12.9%	应付债券/带息负债	0.4%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
贷款	12.1%	25.9%	16.0%	12.8%	9.8%	贷存比	53.9%	57.1%	56.2%	55.1%	53.5%
债券	-1.9%	18.1%	19.2%	17.0%	17.3%	资本充足率					
总资产	12.4%	20.8%	17.0%	14.5%	12.8%	核心资本充足率	13.06%	12.36%	11.90%	11.69%	3.89%
计息负债	12.3%	22.2%	17.1%	14.5%	12.7%	资本充足率	10.75%	9.90%	10.31%	10.30%	3.48%
存款	19.2%	18.8%	18.0%	15.0%	13.0%	加权风险资产系数	0.49	0.50	0.50	0.50	1.50
利息净收入	17.2%	-6.5%	21.4%	17.0%	12.4%	资产质量					
非息净收入	63.8%	36.6%	19.3%	21.9%	22.2%	不良贷款余额	104482	88467	94011	109030	125550
营业收入	22.4%	-0.1%	21.0%	18.0%	14.5%	不良贷款/贷款	2.29%	1.54%	1.41%	1.45%	1.52%
营业支出	8.0%	8.7%	15.8%	19.2%	14.8%	拨备余额/不良贷款	130.1%	164.4%	179.7%	185.0%	190.6%
拨备前利润	32.2%	-4.9%	24.2%	17.3%	14.3%	当年拨备/不良贷款	34.95%	24.51%	25.00%	30.00%	30.00%
净利润	36.3%	16.1%	25.5%	15.0%	14.3%	信用风险成本	1.01%	0.42%	0.38%	0.46%	0.48%

资料来源：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