工商银行（601398）：息差回升较好，融资有助发展

近半年该股与沪深 300 指数走势

基础数据

总股本（百万股）	334,019
实际流通 A 股（百万股）	250,962
实际流通 A 股市值（亿元）	10289.44
2010 年 8 月 27 日收盘价	4.10 元

研　究　员 张文刚
投资咨询证书号 S0620210030008
邮　箱 wgzhang@njzq.com.cn

研　究　员 王明芬
电　话 025-83367888 转 3105
邮　箱 mfwang@njzq.com.cn

● 内容提要

公司评级：推荐

- **半年报业绩概览：**上半年公司共实现归属母公司净利润846.03亿元，同比增长了27.58%，略超我们的预期。6月末贷款余额63543.84亿元，比去年末增长了10.92%，如果按照四个季度3：3：2：2的放贷节奏，则预计全年增速约在18%，符合国家调控规划要求。6月末存款余额108327.89亿元，比去年底增长了10.86%，增速与贷款相当，目前贷存比约为58.66%，距离75%的监管线尚有较大空间，因此暂时没有吸储压力。上半年实现每股收益0.25元，每股净资产2.11元。
- **业绩增长驱动因素：**1）利息收入依靠量价齐升。自去年三季度以来，公司净息差逐步回升。今年二季度末净息差为2.37%，同比增长了12BP，环比1季度增长了5BP。2）非息收入的中间业务收入占比营业收入比列位列上市银行前列。上半年手续费及佣金净收入收入增长了 32.96%，占比营业收入的20.30%。
- **资产质量：**公司上半年不良贷款率较年初下降了28BP至1.26%，拨备覆盖率持续上升至189.81%。目前市场最担忧的是政府融资平台部分的贷款。公司管理层表示这部分贷款目前的不良率很低只有0.02%，整体风险可控。
- **资本金方案可满足未来三年的发展需要：**截止今年6月末，公司的资本充足率和核心资本充足率分别为11.34%和9.41%。因此为了满足未来三年的发展需要，公司公布了配股和发行可转债两项融资计划，预计募集资金总额为700亿元。目前可转债

作者郑重声明：在本人所知情的范围内，本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。所有结论为一家之言，仅供参考，任何依据本产品做出的投资决策，风险自负。本刊内容版权所有，请勿公开引用。
独立性声明

正在发行中，如果配股可以在年底完成（假设按照10配0.6股，募集450亿计算），那么公司的资本充足率和核心资本充足率将分别提升至13.48%和10.76%，足以支持未来三年的发展。

- **投资建议：**根据我们测算，公司2010年和2011年的净利润增速分别为24.53%和18.48%。假设配股在年底前完成，且为10配0.6股，募集450亿元，则摊薄后2010年和2011年每股收益为0.45元和0.54元，每股净资产为2.25元和2.51元。对应当前股价（8月27日收盘价）下的2010年和2011年市盈率分别为9.11x和7.59x，市净率分别为：1.82x和1.63x。相对估值便宜，股价具有上涨空间，给予推荐评级。

作者郑重声明：在本人所知情的范围内，本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。所有结论为一家之言，仅供参考，任何依据本产品做出的投资决策，风险自负。本刊内容版权所有，请勿公开引用。
独立性声明

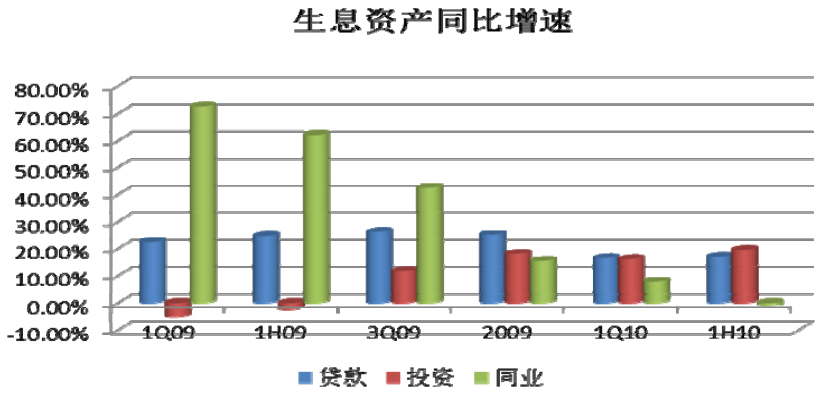
一 业绩增长分析

1 利息净收入增长源于量价齐升

公司上半年共实现利息净收入1433.12亿元，同比增长了23.50%，增长主要动因是规模增长配合息差回升。其中利息收入增长了10.33%，利息支出却减少了8.03%。

从生息资产来看，总规模同比增长了13.24%。其中，债券投资增速最快为19.50%，其中主要是持有到期债券投资（央票）的增速最快，增长了60.59%。

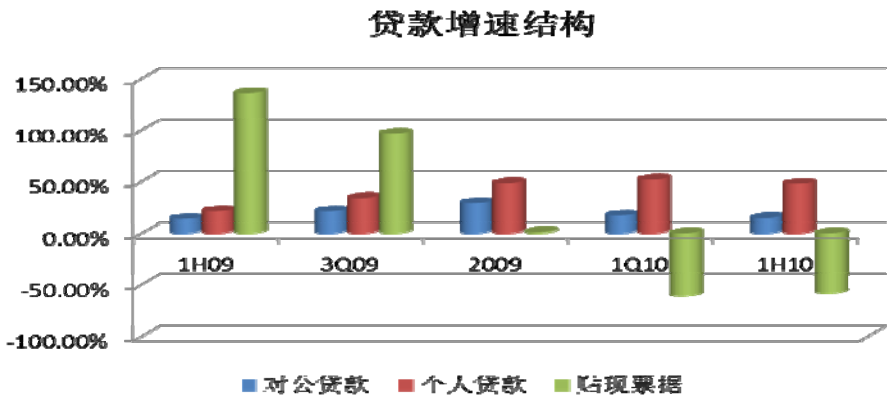
图1：各项生息资产增速



数据来源：公司财报，南京证券

贷款增速为16.88%，如果按照四个季度3：3：2:2的新增节奏增长，则预计公司全年贷款增速约为18.21%。其中票据贴现持续负增长，余额已由年初的3298亿元下降至6月末的1939亿元。

图2：贷款增速结构



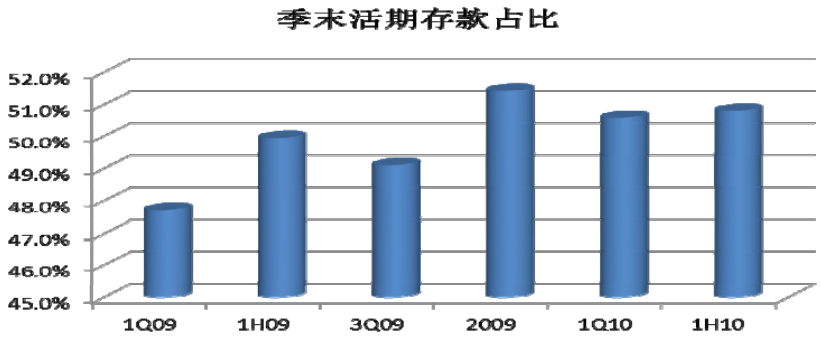
数据来源：公司财报，南京证券

付息负债方面，增速为12.49%，增速稍低于生息资产。其中存款同比增速为

作者郑重声明：在本人所知情的范围内，本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。所有结论为一家之言，仅供参考，任何依据本产品做出的投资决策，风险自负。本刊内容版权所有，请勿公开引用。
独立性声明

13.63%。活期存款占比为50.8%，环比1季末微增。

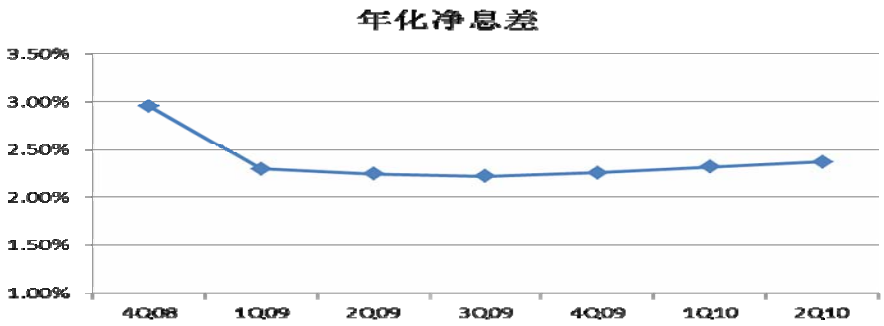
图3：各季末活期存款占比



数据来源：公司财报，南京证券

自去年三季度以来，公司净息差逐步回升。今年二季度末净息差为2.37%，同比增长了12BP，环比1季度增长了5BP。净息差的回升一方面是今年新增贷款规模在宏观调控下较去年有较大的收缩，使得公司的议价能力有所上升。另一方面票据融资的收缩，也使得这部分收益较低的生息资产得以置换为收益较高的贷款。

图4：净息差逐步回升



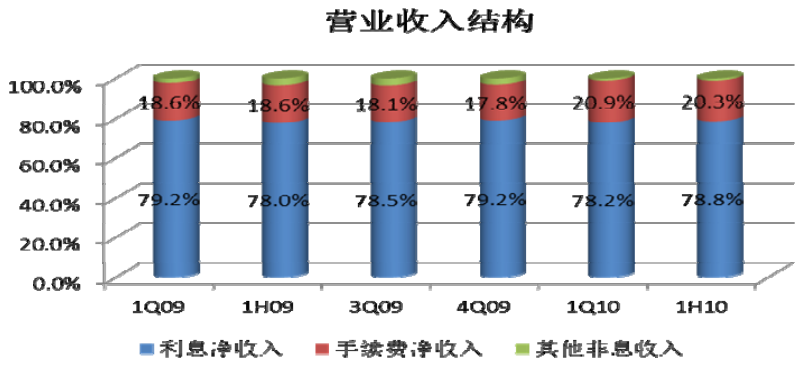
数据来源：公司财报，南京证券

2 中间业务收入占比不断提高

上半年公司手续费及佣金净收入收入增长了 32.96%，占比营业收入的20.30%。如下“图5”所示，尽管目前利息净收入仍然是公司的主要营业收入来源。但是公司管理层将提升手续费及佣金净收入占比作为未来发展的重点目标。同时相比于其他上市银行，公司的手续费及佣金收入占比营业收入比例也较高，有利于其在行业中更快的实现转型。

作者郑重声明：在本人所知情的范围内，本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。所有结论为一家之言，仅供参考，任何依据本产品做出的投资决策，风险自负。本刊内容版权所有，请勿公开引用。
独立性声明

图5：营业收入结构

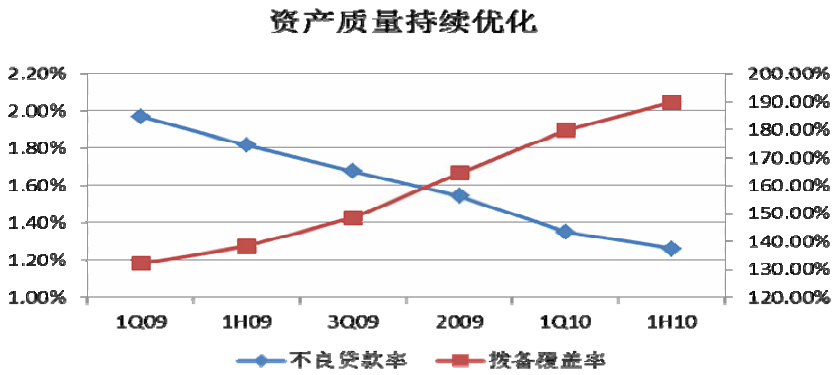


数据来源：公司财报，南京证券

二 资产质量持续优化，融资平台贷款无忧

公司上半年不良贷款率较年初下降了28BP至1.26%，拨备覆盖率持续上升至189.81%（如下“图6”所示）。目前市场最担忧的是政府融资平台部分的贷款。公司管理层表示这部分贷款目前的不良率很低只有0.02%。按照最大的口径来计算融资平台规模，大约占总贷款的11%，且6月末余额比3月末减少了440亿元，其中省级以上的融资平台贷款占比较3月末提高了3.13%。此外，政府融资平台贷款中的93.09%投向了在建续建项目。

图6：公司资产质量持续优化

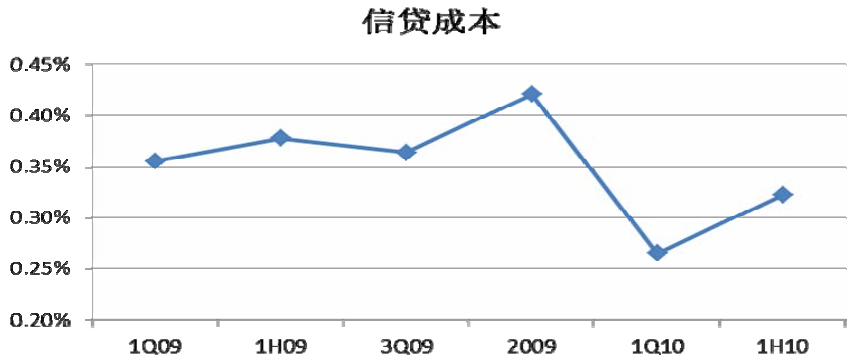


数据来源：公司财报，南京证券

在资产质量持续优化下，公司的不良资产当期计提的压力也大大减轻。尽管环比1季度，公司的信贷成本有所上升至0.32%，但是这一水平也处于历史低位。如下“图7”所示。

作者郑重声明：在本人所知情的范围内，本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。所有结论为一家之言，仅供参考，任何依据本产品做出的投资决策，风险自负。本刊内容版权所有，请勿公开引用。
独立性声明

图7：公司信贷成本水平较低



数据来源：公司财报，南京证券

三 补充资本金后三年内无需融资

截止今年6月末，公司的资本充足率和核心资本充足率分别为11.34%和9.41%。因此为了满足未来三年的发展需要，公司公布了配股和发行可转债两项融资计划，预计募集资金总额为700亿元。目前可转债正在发行中，如果配股可以在年底完成（假设按照10配0.6股，募集450亿计算），那么根据我们的测算公司的资本充足率和核心资本充足率将分别提升至13.48%和10.76%，足以支持未来三年的发展。

1 配股方案：10配0.6A+H股配股，总规模不超过450亿元

按照配股公告，可能的配股方案如下“表1”所示。假定公司最终实现了募集450亿元资金的目标，按照当前公司的总股本和二级市场走势，再参照此前完成配股的上市银行配股价格较二级市场的折价比例（招行：54.29%；兴业：64.67%；交行70.42%），我们认为10配0.6和10配0.5的可能性比较大些。

表1：配股方案分析

配股方案	当前股价（元）	配股数（亿股）	配股价格（元）	较二级市场折价比例（%）
10配0.6	4.10	200.41	2.248	54.83%
10配0.5		167.01	2.694	65.71%
10配0.4		133.61	3.368	82.15%

数据来源：公司财报，南京证券

作者郑重声明：在本人所知情的范围内，本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。所有结论为一家之言，仅供参考，任何依据本产品做出的投资决策，风险自负。本刊内容版权所有，请勿公开引用。
独立性声明

2 可转债方案：总计发行规模250亿元，转股价为4.2元

发行期限为6年，票面利率第一年0.5%，第二年为0.7%，第三年为0.9%，第四年为1.1%，第五年为1.4%，第六年为1.8%。转股期为可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。公司于本次可转债期满后5 个交易日内按本次发行的可转债票面面值的105%（含最后一期利息）赎回全部未转股的可转债。

四 投资建议

根据我们测算，公司2010年和2011年的净利润增速分别为24.53%和18.48%。假设配股在年底前完成，且为10配0.6股，募集450亿元，则摊薄后2010年和2011年每股收益为0.45元和0.54元，每股净资产为2.25元和2.51元。对应当前股价（8月27日收盘价）下的2010年和2011年市盈率分别为9.11x和7.59x，市净率分别为：1.82x和1.63x。相对估值便宜，股价具有上涨空间，给予推荐评级。

表2：盈利预测

百万元	*2008*	*2009*	*2010E*	*2011E*
营业收入	311,100	310,327	380,358	450,010
其中：利息净收入	263,037	245,821	304,098	359,576
非利息净收入	48,063	64,506	76,261	90,433
营业支出	(110,271)	(119,860)	(143,263)	(169,333)
其中：营业税金及附加	(18,765)	(18,157)	(21,548)	(25,330)
营业费用	(91,506)	(101,703)	(121,715)	(144,003)
拨备前利润	200,829	190,467	237,095	280,677
拨备	(55,528)	(23,219)	(28,394)	(33,574)
税后净利润	110,766	128,599	160,355	190,178
净资产	603,183	673,893	796,976	888,350

作者郑重声明：在本人所知情的范围内，本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。所有结论为一家之言，仅供参考，任何依据本产品做出的投资决策，风险自负。本刊内容版权所有，请勿公开引用。
独立性声明

10：0.6 后总股本	334,019	334,019	354,060	354,060
每股收益	0.332	0.385	0.453	0.537
每股净资产	1.806	2.018	2.251	2.509

数据来源：公司财报，南京证券

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；

推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；

中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；

回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。

作者郑重声明：在本人所知情的范围内，本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。所有结论为一家之言，仅供参考，任何依据本产品做出的投资决策，风险自负。本刊内容版权所有，请勿公开引用。
独立性声明