

工商银行 (601398)

增持/ 维持评级

股价: RMB4.46

分析师

周俊

SAC 执业证书编号:S1000210070002
0755-82492232 zhoujun@lhq.com

业绩平稳增长，拨备计提上升

—工商银行三季报点评

工商银行前三季度实现净利润 1278 亿，EPS 为 0.38，基本符合预期。其中手续费收入超出预期，信用成本高于预期。前三季度 EPS 分别为 0.12 元、0.13 元、0.13 元。

工商银行净利润同比增长 27.2%。其中净利息收入同比增长 24.4%，平均生息资产规模同比增长 14.8%，息差较去年同期提升 11bp 至 2.37%。手续费净收入表现依然较好，同比增长 32.2%。管理费用同比增长 12.9%，拨备计提同比增长 20.5%。由于收入同比增速 23% 高于费用增长同比增速 13%，成本收入比较去年同期的 30.9% 降至 28.4%。公司息差同比得以提升，主要得益于付息负债成本率的大幅下降，从去年同期的 1.65% 下降 31bp 至 1.34%。生息资产收益率同比下行 19bp 至 3.62%。

公司净利润环比微降 0.9%。其中净利息收入环比增长 4.6%，净手续费收入环比下滑 5.1%，营业收入环比增长 2.8%。净利润环比有所下滑，主要是 3 季度拨备计提环比大幅增长 40.7%。管理费用环比增长 3.7%。成本收入比季度环比微升，基本持平。公司息差环比基本持平，微升 1bp，其中生息资产收益率和付息负债成本率环比都较为平稳，均上升 1bp。

公司不良双降，拨备覆盖率提升至 210%。公司并没有在季报中披露关注类贷款数量，但公司 3 季度增加了拨备计提，我们推测其关注类贷款存在上升的可能性。因目前银监会强调银行业“做实资产”，银行业在四季度面临一定的政策风险，但我们对整个银行体系的安全性持乐观态度。

我们预计公司 2010 年净利润为 1596 亿，考虑到配股后 EPS 为 0.45 元，目前最新股价考虑到配股效益对应 2010 年 PE、PB 分别为 9.67X、1.87X，估值尚具优势。我们认为公司由于规模效益和多元化的业务结构在未来得以平滑规模高速扩张结束后所带来的利润增速放缓的冲击，维持“增持”的投资评级。

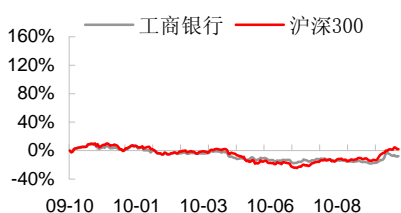
风险提示: 监管强制要求计提拨备的幅度高于预期带来业绩增长增速严重低于我们预期。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	334018.85
流通 A 股 (百万股)	250962.35
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	1119292.08

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	309454.0	181708.0	380848	449250	527379
(+/-%)	-0.1	22.5	21.7	16.3	15.2
归属母公司净利润(百万元)	128599.0	84603.0	159630	190286	226539
(+/-%)	16.1	27.6	23.4	19.2	19.1
EPS(元)	0.38	0.25	0.45	0.53	0.64
P/E(倍)	11.6	17.6	9.67	8.11	6.81

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

表 1 工商银行三季度经营概况

经营概况	1-3Q09	1-3Q10	YoY	2Q10	3Q10	QoQ
生息资产	11,417,175	13,272,586	16.3%	12,823,781	13,272,586	3.5%
贷款余额	5,456,481	6,585,304	20.7%	6,354,384	6,585,304	3.6%
存款余额	9,750,836	11,282,590	15.7%	10,832,789	11,282,590	4.2%
营业收入	226,634	278,690	23.0%	94,370	96,982	2.8%
利息净收入	178,249	221,663	24.4%	74,911	78,351	4.6%
非息净收入	48,385	57,027	17.9%	19,459	18,631	-4.3%
手续费净收入	41,061	54,563	32.9%	18,633	17,674	-5.1%
业务及管理费	-70,082	-79,131	12.9%	-26,916	-27,917	3.7%
拨备前利润	143,656	184,144	28.2%	62,278	63,835	2.5%
拨备	-14,783	-17,820	20.5%	-5,777	-8,127	40.7%
税前利润	128,873	166,324	29.1%	56,501	55,708	-1.4%
所得税	-28,440	-38,529	35.5%	-13,261	-12,878	-2.9%
净利润	100,433	127,795	27.2%	43,240	42,830	-0.9%
EPS	0.30	0.38		0.13	0.13	
生息资产收益率	3.81%	3.62%		3.63%	3.65%	
付息负债成本率	1.65%	1.34%		1.32%	1.33%	
息差	2.26%	2.37%		2.39%	2.40%	
信用成本	0.39%	0.39%		0.38%	0.50%	
成本收入比	30.92%	28.39%		28.52%	28.79%	
有效税率	22.07%	23.17%		23.47%	23.12%	

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所整理

表 2 工商银行主要利润驱动因素

驱动因素 [季度平均]	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10
生息资产增长	8.23%	3.09%	1.51%	3.70%	4.84%	3.99%
净息差 (NIM)	2.11%	2.19%	2.34%	2.29%	2.39%	2.40%
净利差 (Spread)	2.02%	2.10%	2.26%	2.21%	2.31%	2.32%
生息资产收益率	3.60%	3.57%	3.64%	3.54%	3.63%	3.65%
计息负债成本率	1.58%	1.47%	1.38%	1.34%	1.32%	1.33%
非息收入占比	22.76%	20.53%	18.41%	21.68%	20.62%	19.21%
其中：手续费净收入占比	18.81%	17.01%	17.01%	20.90%	19.74%	18.22%
成本收入比	33.60%	33.27%	38.18%	27.82%	28.52%	28.79%
信用成本 [单季年化]	0.46%	0.34%	0.60%	0.27%	0.38%	0.50%
有效税率	21.79%	21.71%	24.65%	22.90%	23.47%	23.12%

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所整理

盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
资产负债表						
总资产	8,684,288	9,757,654	11,785,053	13,721,907	15,740,565	17,933,345
生息资产[净]	8,482,940	9,509,221	11,519,522	13,412,736	15,385,912	17,529,286
生息资产[毛]	8,598,627	9,645,204	11,664,974	13,577,190	15,570,970	17,736,769
贷款余额[毛]	4,073,229	4,571,994	5,728,626	6,656,663	7,645,178	8,711,680
贷款减值准备	-115,687	-135,983	-145,452	-164,454	-185,058	-207,484
贷款余额[净]	3,957,542	4,436,011	5,583,174	6,492,209	7,460,120	8,504,197
债券投资	3,107,414	3,048,330	3,599,173	4,284,866	4,899,688	5,576,995
同业资产	1,417,984	2,024,880	2,337,175	2,635,661	3,026,104	3,448,094
存放央行	1,142,346	1,693,024	1,693,048	1,949,565	2,239,076	2,551,427
存放同业	275,638	331,856	644,127	686,095	787,028	896,667
非生息资产	201,348	248,433	265,531	309,171	354,653	404,059
总负债	8,140,036	9,150,516	11,106,119	12,896,062	14,794,698	16,844,711
计息负债	7,955,374	8,935,520	10,909,047	12,666,602	14,531,481	16,544,826
客户存款	6,898,413	8,223,446	9,771,277	11,334,681	13,017,881	14,833,876
同业负债	1,021,399	676,348	1,061,298	1,234,972	1,416,651	1,614,001
应付债券	35,562	35,726	76,472	96,949	96,949	96,949
非计息负债	184,662	214,996	197,072	229,460	263,217	299,885
股东权益	544,252	607,138	678,934	825,845	945,867	1,088,634
股本	334,019	334,019	334,019	354,060	354,060	354,060
损益表						
营业收入	255,556	309,758	309,454	380,554	448,902	526,968
利息净收入	224,465	263,037	245,821	299,171	347,813	400,596
利息收入	357,287	440,574	405,878	461,636	547,049	628,059
利息支出	-132,822	-177,537	-160,057	-162,465	-199,236	-227,463
手续费及佣金净收入	38,359	44,002	55,147	70,488	89,105	113,190
手续费及佣金收入	40,015	46,711	59,042	75,357	95,191	120,797
手续费及佣金支出	-1,656	-2,709	-3,895	-4,869	-6,086	-7,607
其他非息净收入	-7,268	2,719	8,486	10,894	11,984	13,182
营业支出	-142,371	-166,227	-143,460	-173,284	-201,826	-232,837
营业税金及附加	-14,511	-18,765	-18,157	-22,329	-26,339	-30,919
业务及管理费	-89,030	-91,506	-101,703	-121,498	-142,960	-165,867
计提减值准备	-37,406	-55,528	-23,219	-29,458	-32,527	-36,050
其中：贷款减值准备	-33,061	-36,512	-21,682	-27,985	-30,900	-34,247
拨备前利润	152,520	200,829	190,467	236,727	279,603	330,181
税前利润	115,114	145,301	167,248	207,269	247,076	294,131
所得税费用	-33,124	-34,150	-37,898	-47,856	-57,046	-67,895
净利润	81,990	111,151	129,350	159,414	190,030	226,236
摊薄 EPS	0.24	0.33	0.39	0.45	0.53	0.64

数据来源：公司资料，联合证券研究所预测。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com