

工商银行 (601398.SH) 银行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

张英

分析师 SAC 执业编号: S1130210020002
(8621)61038295
zhangying@gjzq.com.cn

陈建刚

分析师 SAC 执业编号: S1130210040007
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

李伟奇

分析师 SAC 执业编号: S1130208120260

3 季报点评

业绩简评

- 工商银行 2010 年中期实现净利润 1272.2 亿元, EPS0.38; 同比增长 27.3%, 基本符合我们预期。三季度单季实现净利润 428 亿元, 环比基本持平。3 季度单季度拨备环比上升了 40%, 带动 1-3 季度年化信贷成本由中期的 0.32% 上升到 0.39%, 也导致净利润环比略下降 0.95% (营业收入环比增长 3%)。除了拨备外, 其他如存贷款增长、息差、营业支出等均体现出一个字, “稳”!

经营分析

- **规模平稳增长:** 3 季度存款环比增长 4.15%, 贷款环比增长 3.4%, 净利息收入环比增长 4.5%。存款结构方面, 存款占比 50.4%, 活期占比 48.0%, 与 1 季度基本一致。贷款结构上, 票据贷款进一步被压缩, 由中期的 3.1% 进一步压缩至 2.0%, 位于历史最低水平。同业资产与同业负债保持稳定。
- **息差略有提升。** 3 季度, 我们测算公司单季度净息差 2.45%, 较 2 季度提升 2BP; 累积净息差 2.39%。分项目来看, 生息资产收益率略有提升, 计息负债成本率保持稳定。
- **不良余额仍较快下降。** 3 季度不良余额环比下降比年初下降 127.4 亿, 不良率 1.15%。3 季度拨备计较高, 比 2 季度单季度环比上升 40%, 前 3 季度年化信贷成本 0.39%, 比中期提升了 7BP。拨备覆盖率提升至 210.1%, 比中期提升了约 200BP。
- 3 季度末公司核心/总资本充足率=9.3%/11.6%, 核心资本充足率比中期下降了 8BP, 总资本充足率比中期还提高了 23BP, 资本消耗较慢。
- **手续费及佣金收入同比增长 32.9%, 增速基本与中期一致。**

盈利调整

- 我们预计公司 2010/2011 净利润为 1516/1778 亿元的盈利预测, 净利润同比增长 17.9% 和 17.3%, 2010/2011EPS=0.43/0.51 元, 2010/2011BVPS=2.26/2.50 元 (配股摊薄/增厚, 假设配股在 2010 年完成, 10 配 0.5, 市价 4.5 打 6 折, 约融资 450 亿)

投资建议

- 停牌前股价对应摊薄后 2.0x10PB/10.3x10PE, 1.8x11PB/8.8x11PE。如果分红率保持在 40%, 目前股价对应的 2010 年税后分红收益率在 3.1%, 具备长期投资价值, 维持“买入”评级。

图表1: 工商银行生息资产增长

生息资产同比增长									
同比增长	2007	4Q08	1Q09	1H09	3Q09	2009	1Q10	1H10	3Q10
生息资产	15.51%	12.10%	21.31%	22.37%	24.92%	21.14%	14.31%	13.24%	14.88%
贷款	12.17%	12.24%	22.53%	24.82%	26.25%	25.30%	16.40%	16.88%	17.76%
投资	8.62%	-1.90%	-5.09%	-2.42%	11.64%	18.07%	16.07%	19.50%	11.53%
同业	49.36%	42.80%	72.58%	62.09%	42.53%	15.42%	7.84%	-1.05%	13.04%
季度环比增长									
季度环比增长	4Q07	4Q08	1Q09	1H09	3Q09	2009	1Q10	1H10	3Q10
生息资产	1.02%	4.18%	12.85%	4.23%	1.94%	1.03%	6.49%	3.26%	3.42%
贷款	0.55%	3.33%	14.36%	4.48%	2.67%	2.60%	5.96%	4.84%	3.39%
投资	-0.10%	1.20%	-0.83%	3.09%	7.91%	7.03%	-2.51%	6.14%	0.71%
同业	4.96%	11.10%	30.16%	5.06%	-6.19%	-10.03%	21.61%	-3.59%	7.17%

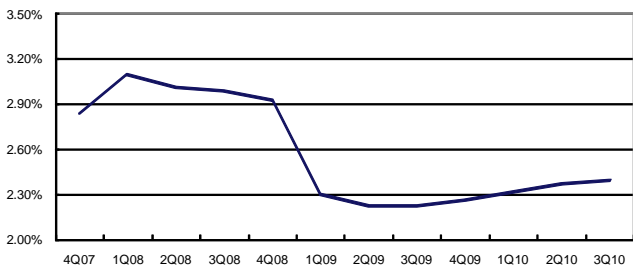
来源: 国金证券研究所

图表2: 工商银行计息负债增长

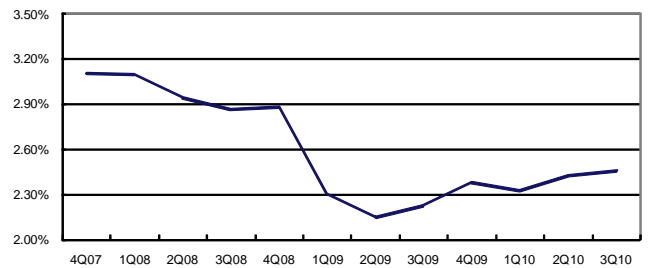
计息负债增长									
同比增长	4Q07	4Q08	1Q09	1H09	3Q09	2009	1Q10	1H10	3Q10
计息负债	15.89%	12.45%	20.96%	22.70%	25.96%	22.02%	14.78%	13.52%	14.77%
存款	8.61%	19.35%	26.08%	26.45%	23.45%	18.68%	13.37%	13.63%	15.71%
债券	-19.91%	0.46%	-1.79%	-0.68%	111.47%	109.93%	111.76%	112.55%	27.62%
同业	122.46%	-34.82%	-12.74%	-3.40%	52.22%	59.42%	24.81%	9.03%	4.36%
季度环比增长									
季度环比增长	4Q07	4Q08	1Q09	1H09	3Q09	2009	1Q10	1H10	3Q10
计息负债	1.07%	4.07%	13.06%	4.97%	1.99%	0.81%	6.36%	3.82%	3.11%
存款	1.10%	4.24%	10.69%	4.60%	2.28%	0.21%	5.74%	4.84%	4.15%
债券	-7.63%	-0.55%	-0.86%	-0.37%	115.29%	-1.27%	0.00%	0.00%	29.27%
同业	1.19%	2.13%	43.80%	8.77%	-4.71%	6.96%	12.58%	-4.98%	-8.79%

来源: 国金证券研究所

图表3: 工商银行日均净息差



图表4: 工商银行日均存贷差



来源: 国金证券研究所

图表5: 工商银行资产质量

	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009	1Q10	1H10	3Q10
正常类	4,229,609		5,145,073		5,411,226		6,041,165	
关注类	237,903		192,731		228,933		233,146	
次级类	37,694		40,823		31,842		25,971	
可疑类	55,641		48,577		43,413		42,003	
损失类	11,147		9,265		13,212		12,099	
不良贷款总额	104,482	102,650	98,665	93,533	88,467	81,609	80,073	75,731
贷款总额	4,571,994	5,208,429	5,436,469	5,580,469	5,728,626	6,062,793	6,354,384	6,571,512
关注类占贷款比重	5.20%		3.55%		4.00%		3.67%	
次级占不良贷款比重	36.08%		41.38%		35.99%		32.43%	
可疑占不良贷款比重	53.25%		49.23%		49.07%		52.46%	
损失占不良贷款比重	10.67%		9.39%		14.93%		15.11%	
不良贷款率	2.29%	1.97%	1.81%	1.68%	1.54%	1.35%	1.26%	1.15%
不良贷款准备	(135,983)	(135,522)	(136,353)	(138,771)	(145,452)	(146,699)	(151,990)	(159,158)
组合计提贷款准备	(81,590)		(89,787)		(99,952)	0	(110,723)	0
个别计提贷款准备	(54,393)		(46,566)		(45,500)	0	(41,267)	0
不良贷款覆盖率	130.15%	132.02%	138.20%	148.37%	164.41%	179.76%	189.81%	210.16%
不良贷款覆盖率(剔除损	130.15%	135.85%	138.20%	153.38%	164.41%	193.76%	189.81%	0.00%
不良贷款拨备	(36,512)	(4,203)	(9,248)	(13,653)	(21,682)	(3,916)	(9,743)	(17,820)
当期拨备/不良贷款	34.95%	16.38%	9.37%	0.00%	24.51%	19.19%	24.34%	31.37%
当期拨备/贷款总额(风险	0.84%	0.36%	0.38%	0.36%	0.42%	0.27%	0.32%	0.39%

来源: 国金证券研究所

图表6: 工商银行利润表预测

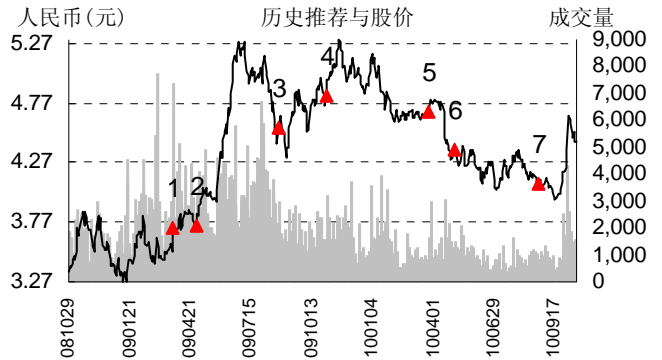
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
利息收入	272,941	357,287	440,574	405,878	477,157	556,801	642,314
利息支出	(109,823)	(132,822)	(177,537)	(160,057)	(181,287)	(207,859)	(237,882)
净利息收入	163,118	224,465	263,037	245,821	295,870	348,943	404,432
手续费及佣金净收入	16,344	34,384	44,002	55,147	66,440	77,631	91,021
其他非息收入	2,176	(4,187)	4,061	9,359	9,359	9,359	9,359
非利息净收入	18,520	30,197	48,063	64,506	75,799	86,990	100,380
营业收入	181,638	254,662	311,100	310,327	371,669	435,933	504,812
营业税金及附加	(11,419)	(14,511)	(18,765)	(18,157)	(21,200)	(24,743)	(28,600)
营业费用	(68,153)	(87,631)	(91,506)	(101,703)	(120,793)	(139,498)	(161,540)
营业支出	(79,572)	(102,142)	(110,271)	(119,860)	(141,993)	(164,241)	(190,140)
拨备前利润	102,066	152,520	200,829	190,467	229,676	271,691	314,672
拨备	(30,014)	(37,406)	(55,528)	(23,219)	(32,551)	(40,880)	(48,934)
税前利润	72,052	115,114	145,301	167,248	197,125	230,812	265,739
所得税	(22,185)	(33,124)	(34,150)	(37,898)	(44,632)	(51,924)	(59,906)
税率	139.68%	239.68%	339.68%	439.68%	539.68%	639.68%	739.68%
税后利润	49,880	81,256	110,766	128,599	151,608	177,849	204,637
净利润增长率							
Per share data	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
股本, 期末 (mn)	334,019	334,019	334,019	334,019	350,720	350,720	350,720
每股拨备前利润	0.31	0.46	0.60	0.57	0.65	0.77	0.90
EPS(basic)	0.15	0.24	0.33	0.39	0.43	0.51	0.58
BVPS	1.40	1.61	1.81	2.02	2.26	2.50	2.77

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-03-26	买入	3.73	N/A
2 2009-04-28	买入	3.74	N/A
3 2009-08-20	买入	4.56	N/A
4 2009-10-30	买入	4.84	N/A
5 2010-03-26	买入	4.69	N/A
6 2010-04-30	买入	4.37	5.00~5.00
7 2010-08-27	买入	4.10	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
- 持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
- 卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室