

行业: 银行业



郭敏

021-53519888-1920

guomin@sigchina.com

执业证书编号: S0870209020151

基本数据 (10Q3)

报告日股价 (元)	4.44
12mth A 股价格区间 (元)	3.93/5.45
总股本 (百万股)	334,019
无限售 A 股/总股本	75.13%
流通市值 (百万元)	1,114,273
每股净资产 (元)	2.26
PBR (X)	1.96
DPS (Y09, 元)	0.17

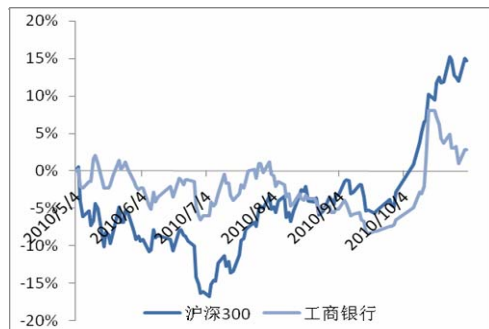
主要股东 (10Q3)

汇金公司	35.42%
财政部	35.33%
香港中央结算 (代理人) 有限公司	20.51%

收入结构 (10Q3)

利息净收入	79.54%
手续费净收入	19.58%
投资收益	0.81%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关报告:

首次报告日期: 2008 年 4 月 1 日

贷款风险仍可控

■ 报告背景:

在工商银行 2010 三季报的业绩发布会上, 公司高管就投资者关注问题进行了广泛的交流。

■ 主要观点:

Q1: 地方融资平台的情况, 管理层认为何时地方融资平台的风险可以化解, 未来的趋势如何?

以前的融资平台贷款, 限期在 3、6 甚至 10 年之前的贷款, 目前这些贷款经营良好, 还将持续下去。地方融资平台的风险关键看地方融资平台是否有足够的还本付息的能力。ICBC 根据监管层要求认真的统计后, 截至三季度末地方融资平台贷款大概 8300 亿, 占全部贷款的 12% 左右, 其中不良贷款 2 亿元, 不良率为 0.02%。

各家银行对地方融资平台的贷款程度是不一样的, 工行之所以把地方融资平台控制在较低的水平上, 主要是我们之前控制风险有关。首先, 我们严格判断各地的财政能力, 只挑选了 162 个城市允许分支机构发放贷款, 地市级、省级的占比 93%。并对所有的平台贷款进行评估, 99.2% 投向了评级水平在 A 级以上的贷款。根据我们检查的结果表明, 工行平台贷款的情况良好, 没有明显的违规行为, 目前没有看到不良贷款上升的趋势。

按照现金流覆盖情况来分: 有足够的现金流, 项目本身现金流能支付本息的, 占 75%。另外 25% 需要部分财政资金作为还款来源, 但其中有超过 10% 财政负担需 30%-40% 的利息。也就是说绝大多数还款来源是项目自身。不到 15% 的贷款财政负担需 50% 的利息, 但没有所谓的打包贷款, 统借统还的贷款。这部分现金流不能全覆盖的贷款主要集中在财政能力很强的地区, 如上海 (25.9%)、山东 (11.4%)、天津 (10.88%)、广东 (10.4%)、河北 (7.7%) 北京 (4%)。即主要是发达地区的贷款。

Q2: 未来不良双降的趋势是否会持续, 未来稳定的信贷成本大概会在什么样的水平。

公司三季度末不良贷款 757 亿元, 不良率 1.15%。拨备覆盖率大幅提升至 210%。信贷成本率 0.36% (前三季度)。NPL 已经不能永远下降, 目前下降 NPL 已经不是主要任务, 而是提高信贷管理水平。贷款应

投向好的行业和公司。

Q3: 公司三季度末持有到期债权 2.28 万亿, 增加了 52%, 主要为央票, 这些央票的结构和久期? 加息对其影响如何?

债券收益率 2.89%, 三季度提高了 4 个 bp。高收益率央票和企业债分别占 33.6% 和 16.4%, 息差分别提升了 27bp 和 9bp。上半年公司内部已经感觉到进入升息通道, 故我们适当降低了债券的久期, 如 1 年及一年以下债券投资的比重上升了, 占比超过了 35%, 央票主要以一年期为主。因此, 我们会敏感观察利率走势, 并找到一个均衡的债券久期及分布点。

Q4: 公司前三季度成本收入比 28% 左右, 下降的主要原因, 下降的趋势是否可以持续?

从分母来看, 我们的 NIM 从去年的 2.26%, 提升至今年的 2.4%, 使营业净收入增幅 22.8%。从分子来看, 管理费用增长了 13.2%。去年三季度有不可比因素 (内退员工费用), 去年已基本已经提足。分母增速大于分子增速, 故成本收入比下降。

Q5: 三季度增加拨备的原因, 是否是来自于监管层?

确实金融监管部门对银行的拨备有更高的希望。国内监管层对拨备的要求在某些方面更严格。要求大型银行的拨备覆盖率应超 150%, 同时, 不良贷款拨备/全部贷款的比重达 2.5%, 并按照从严标准要求。我们目前的贷款拨备达到 210%, 我们坚持审慎经营的原则, 并不是因为资产质量有恶化的趋势。我们为未来达到 2.5% 的要求做准备。目前, 工行是 2.42%。如果银监会要求的话, 我们在四季度可以很轻松的达到。

Q6: 公司关注类贷款的迁徙情况。

关注类占全部贷款的比重为 3.5%, 可以看出关注类贷款的余额在逐步减少。

Q7: 工行的贷款结构中那些行业贷款增长较快。

前三季度的贷款主要投向去年、前年已经开工的项目, 保证之前的项目不受影响, 这部分贷款约占 3160 亿元。大量投向小企业贷款, 增长 37.4%, 高出公司平均 24 个百分点。个人贷款增长 28.4%。主要的目标希望可以分散风险的同时实现高收益 (小企业和个人贷款)。

Q8: 房地产调控的下, 房地产不良的变动情况, 明年房地产投放政策上有什么考虑。

公司房地产开发贷款 5236 亿, 不良率为 0.85%, 个人住房贷款规模为 10695 亿, 不良率为 0.43%。其中, 94.03% 的个人住房贷款为一套房, 二套房占比 4.43%, 三套房以上占比 1.54%, 平均剩余的成数是 52.8%。也就是说房价下跌对我们的影响较为有限。公司按银监会的要求分别在 3、8 月进行房地产的压力测试, 根据监管部门设定的情

景包括严重、中度、轻微分别对商业银行的影响。其中重度情景即利率上升 108 个 bp，房价下降 30% 时，不良率房地产总贷款的不良率为 1.08%。其他银行平均上升 2.2 个百分点，工行的情况好于同业。8 月份又按照监管层设定的情景，即房价下降超过 50%，房贷的不良率为 1.13%，主要是由于公司首套房占比较高和成数较高有关。

■ 投资建议：

未来六个月内，维持“大市同步”

我们下调成本收入比假设至 31%（原 33%），上调公司 2010 年息差至 2.41%（原 2.38%），并上调公司 2011 年息差 8 个 bp，上调公司 10 年、11 年的每股收益为 0.49 元（原 0.475 元）和 0.58 元（原 0.539 元），每股净资产为 2.39 元和 2.82 元，对应 10 年、11 年市盈率和市净率分别为 9.03 倍、7.65 倍和 1.86 倍、1.57 倍。公司目前估值合理，我们维持其“大市同步”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	309,758	309,454	372,985	436,468
年增长率（%）	21.21	-0.10	20.53	17.02
归属于母公司的净利润	110,766	128,599	164,309	193,906
年增长率（%）	36.32	16.10	27.77	18.01
每股收益（元）	0.332	0.385	0.475	0.539
PBR（X）	2.28	2.04	1.86	1.57

附表 1: 工商银行损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

项 目	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	309,758	309,454	372,985	436,468
利息净收入	263,037	245,821	297,525	347,364
利息收入	440,574	405,878	491,247	573,536
减: 利息支出	177,537	160,057	193,722	226,173
手续费及佣金净收入	44,002	55,147	65,073	76,787
手续费及佣金收入	46,711	59,042	69,670	82,210
减: 手续费及佣金支出	2,709	3,895	4,596	5,423
投资净收益	3,348	9,904	11,390	13,098
公允价值变动净收益	-71	-101	-131	-171
汇兑净收益	-851	-1,246	-872	-611
其他业务净收益	293	-71	0	1
营业支出	166,227	143,460	158,351	183,171
营业税金及附加	18,765	18,157	21,885	25,609
管理费用	91,506	101,703	115,625	135,305
资产减值损失	55,528	23,219	20,841	22,256
其他业务成本	428	381	0	0
营业利润	143,531	165,994	214,634	253,297
加: 营业外收入	2,834	2,213	0	0
减: 营业外支出	1,064	959	0	0
利润总额	145,301	167,248	214,634	253,297
减: 所得税	34,150	37,898	49,366	58,258
净利润	111,151	129,350	165,268	195,039
减: 少数股东损益	385	751	960	1,132
归属于母公司所有者的净利润	110,766	128,599	164,309	193,906
总股本 (百万股)	334,019	334,019	334,019	334,019
EPS (元)	0.332	0.385	0.492	0.581
BVPS (元)	1.810	2.018	2.386	2.822

资料来源: 公司报告, 上海证券研究所

附表 2 工商银行主要指标假设

主要经营指标	2007	2008	2009	10Q3	主要假设	2008	2009	2010E	2011E
核心资本充足率	10.99%	10.75%	9.90%	9.33%	生息资产	8,029,422	8,920,729	10,858,844	12,324,788
资本充足率	13.09%	13.06%	12.36%	11.75%	增长率(%)	11.10%	21.73%	13.50%	13.00%
不良贷款率	2.74%	2.29%	1.54%	1.15%	生息负债	8,312,785	10,159,519	11,581,852	13,087,492
存贷比	56.30%	56.40%	59.50%	58.66%	增长率(%)	11.12%	22.22%	14.00%	13.00%
拨备覆盖率	103.50%	130.15%	164.41%	210.16%	存款余额	6,898,413	8,223,446	9,771,277	11,188,112
成本收入比	34.48%	29.54%	32.87%	28.39%	增长率(%)	9.04%	19.21%	18.82%	14.50%
杠杆比例	16.10	16.02	16.87	17.65	贷款余额	4,571,994	5,728,626	6,530,634	7,379,616
收入结构	2007	2008	2009	10Q3	平均贷款余额	4,322,612	5,150,310	6,129,630	6,955,125
利息净收入	87.83%	84.92%	79.44%	79.54%	增长率(%)	12.24%	25.30%	14.00%	13.00%
手续费净收入	15.01%	14.21%	17.82%	19.58%	拨备总额	135,983	145,452	152,401	158,282
投资净收益	0.80%	1.08%	3.20%	0.81%	贷款净额	4,436,011	5,583,174	6,378,233	7,221,334
公允价值变动	-0.05%	-0.02%	-0.03%	0.06%	净息差(NIM)	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%
汇兑损失	-3.70%	-0.27%	-0.40%	0.16%	手续费净增速	14.71%	25.33%	18.00%	18.00%
其他	0.11%	0.09%	-0.02%	-0.14%	成本收入比	29.54%	32.87%	31.00%	31.00%
总计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	不良贷款率	2.29%	1.54%	1.32%	1.30%
					不良贷款余额	104,482	88,467	86,204	95,935
平均资产指标	2007	2008	2009	10Q3	信贷成本	1.84%	0.42%	0.34%	0.32%
净利息收入/平均资产	2.77%	2.85%	2.28%	1.76%	当期拨备	79,728	21,682	20,841	22,256
利息收入/平均资产	4.41%	4.78%	3.77%	2.69%	有效税率	23.50%	22.66%	23.00%	23.00%
利息费用/平均资产	1.64%	1.93%	1.49%	0.93%	拨备覆盖率	130.15%	164.41%	176.79%	164.99%
净手续费收入/平均资产	0.47%	0.48%	0.51%	0.43%	其他	2007	2008	2009	10H
手续费收入/平均资产	0.49%	0.51%	0.55%	0.46%	个人贷款	752,113	849,045	1,206,850	1,457,898
手续费支出/平均资产	0.02%	0.03%	0.04%	0.03%	增长率	30.55%	12.89%	42.14%	20.80%
投资净收益/平均资产	0.03%	0.04%	0.09%	0.02%	个人贷款占比	18.46%	18.57%	21.07%	22.94%
公允价值变动/平均资产	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	活期存款	3,537,398	3,990,043	4,970,896	5,503,161
汇兑收益/平均资产	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	活期存款占比	51.28%	48.52%	50.87%	50.80%
管理费用/平均资产	-0.12%	-0.01%	-0.01%	0.00%	个人存款	3,244,074	4,010,248	4,660,432	5,092,990
拨备前利润/平均资产	1.10%	0.99%	0.94%	0.63%	增长率	-1.53%	23.62%	16.21%	9.28%
税前利润/平均资产	1.88%	2.18%	1.77%	1.46%	个人存款占比	47.03%	48.77%	47.70%	47.01%
ROAA	1.42%	1.58%	1.55%	1.32%	员工人数	381,713	385,609	389,827	388,032
ROAE	1.00%	1.20%	1.19%	1.01%	营业网点	16,588	16,386	16,232	16,210

资料来源：公司报告，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭敏

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。