

工商银行 (601398) 三季度报点评

资产规模和资产收益率

从资产规模上看,工商银行仍然是中国最大的商业银行。工行资产规模的环比增速处于中游,同比增速也和平均水平持平。贷款余额的增长情况和资产的增长情况基本相同。存款余额环比增长快于平均,显示了工行的存款优势。

前三季度净利润同比增长 26.68%,主要是由于利息净收入、生息资产规模扩大、手续费净收入增长。

利息收入和净息差

前第三季度实现净利息收入 2,216.63 亿元,同比增长 24.36%,主要原因是生息资产规模增长及净利息收益率继续小幅回升。单季度实现净利息收入 783.51 亿元,同比增加 26%,环比增加 5%。单季度环比的增加主要来自于资产规模的增加,净息差环比是下降的。

手续费收入增长良好,费用率降低

第三季度,各项手续费及佣金收入增长良好,实现手续费及佣金净收入 176.74 亿元,较上年同期增长 33%,但较上季度略微减少 5%。

前三季度管理费用为 791 亿元,同比增加了 13%,但是费用率从 30%下降到了 28%,因此费用率的变化对净利润增加贡献了 4.4%。7-9 月份的管理费用为 279.17 亿元,比上季度增加 10 亿,但是费用率下降了 0.3%。

资产质量和信贷成本

不良贷款余额为 757.31 亿元,比上年末减少 127.36 亿元;不良贷款率为 1.15%,比上年末下降 0.39 个百分点。不良贷款比上季末减少 45 亿元,比去年同期减少 137 亿元。拨备覆盖率为 210.16%,比上年末提高 45.75 个百分点,比上季度提高了 21%。

信贷成本虽然有所上升,但仍旧保持低位

估值和评级

我们预测今年工行的净利润为 1569.89 亿元,对应每股收益为 0.47 元,如果考虑配股因素则为每股 0.44 元。明年的净利润为 1982 亿元,配股后的每股收益 0.56 元。考虑到工行在中国银行业的独特地位,以及今年以来的良好发展,特别是工行所具有的存款优势,以及合理的坏账处理,我们给予工商银行“看好”的评级。

投资评级: 推荐
市场表现
截至 2010.11.01

市场数据
截至 2010.11.01

证券代码	601398
证券简称	工商银行
总股本(亿股)	3340.19
流通 A 股(亿股)	2509.62
总市值(亿元)	16099.71
2010E EPS(元)	0.47
2010E BVPS(元)	2.36
一年内最高价(元)	5.54
一年内最低价(元)	3.93
一年内成交均价(元)	4.59
一年内换手率(%)	11.4

分析师: 王泽军

执业证书号: s1490209080023

电话: 010-58568297

邮箱: wangzejun@hrsec.com.cn

分析师: 李珂

执业证书号:

电话: 010-58568282

邮箱: like@hrsec.com.cn

一、资产规模和资产收益率

请务必阅读正文之后的免责声明部分

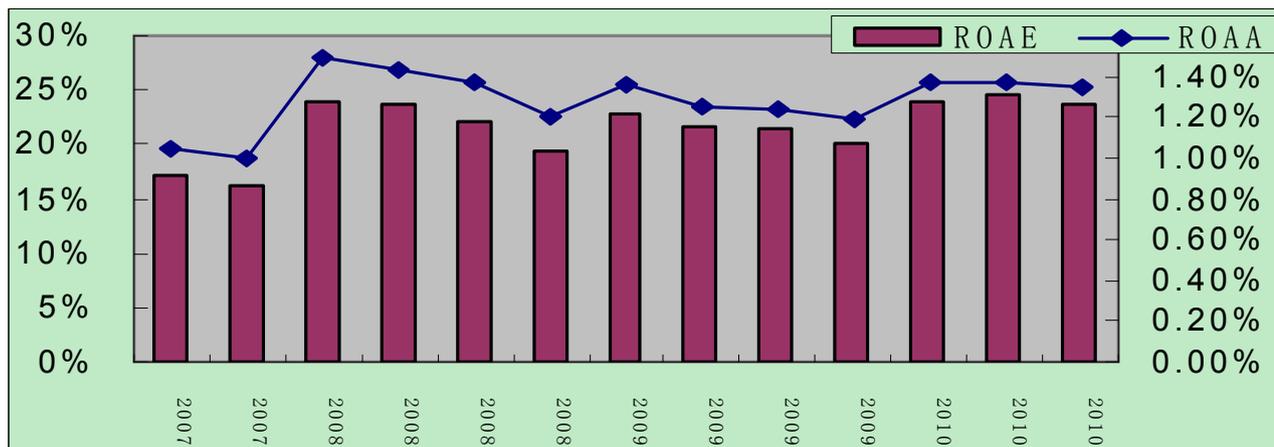
从资产规模上看，工商银行仍然是中国最大的商业银行。工行资产规模的环比增速处于中游，同比增速也和平均水平持平。贷款余额的增长情况和资产的增长情况基本相同。存款余额环比增长快于平均，显示了工行的存款优势。

图表 1: 国有大型银行资产规模、存贷款余额增长比较

	资产规模			贷款余额			存款余额		
	资产规模	环比增长	同比增长	贷款余额	环比增长	同比增长	存款余额	环比增长	同比增长
工商银行	134178.87	3.53%	14.98%	64123.54	3.39%	17.84%	112825.90	4.15%	15.71%
中国银行	101024.35	4.30%	21.10%	54335.33	3.10%	18.32%	74825.06	3.04%	15.97%
建设银行	105790.50	3.35%	13.10%	53680.23	2.92%	17.64%	89692.26	4.39%	15.12%
交通银行	38027.05	2.52%	15.20%	21302.25	4.95%	20.19%	28085.58	3.91%	17.16%
农业银行	101171.22	4.34%		46196.51	3.16%		86643.48	3.78%	
算术平均:	96038.40	3.61%	16.09%	47927.57	3.50%	18.50%	78414.46	3.85%	15.99%

数据来源: Wind、华融证券

图表 2: ROAA 和 ROAE

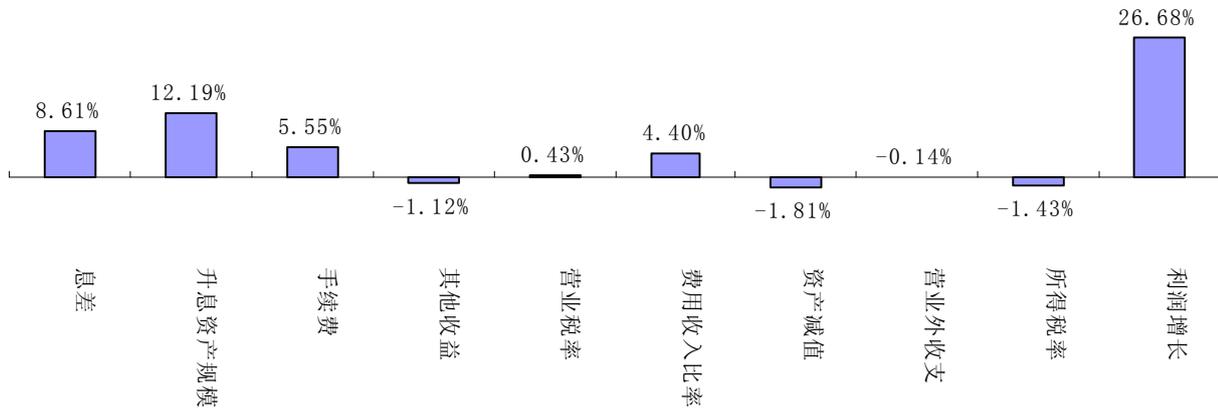


数据来源: Wind、华融证券

前三季度净利润同比增长 26.68%，主要是由于利息净收入、生息资产规模扩大、手续费净收入增长。从上面的因素分解表来看，升息资产规模是利润同比增加的主要原因；其次的原因是净息差的提高；导致利润增加的原因还有手续费收入提高。费用率的下降，导致费用对利润增长的贡献为正。营业税率也略有下降，对利润增长有微小贡献。

其中，净息差微幅上升 1bp，而生息资产规模扩张 12.19%是利息净收入增长的主要原因。

图表 3: 收入支出因素对利润贡献率分解

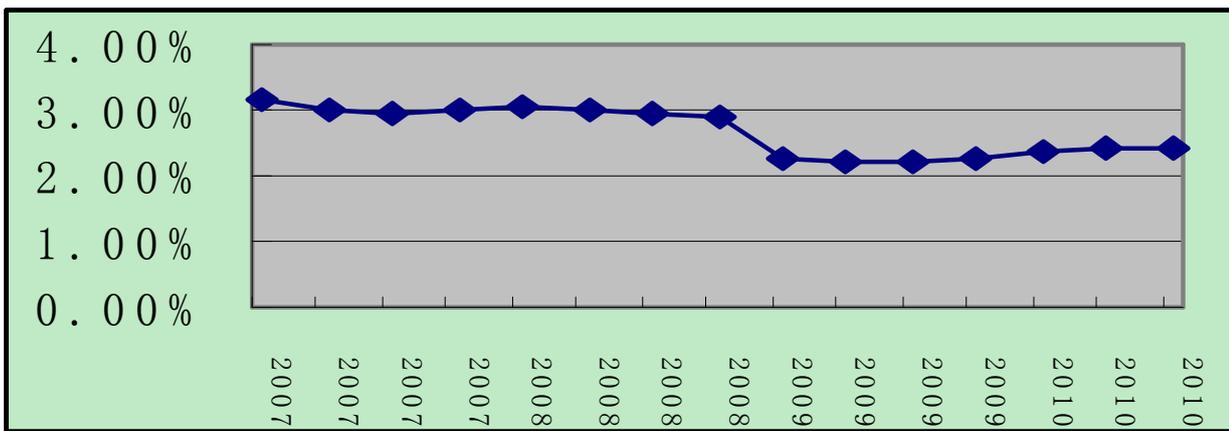


数据来源：Wind、华融证券

二、利息收入和净息差

前第三季度实现净利息收入 2,216.63 亿元，同比增长 24.36%，主要原因是生息资产规模增长及净利息收益率继续小幅回升。单季度实现净利息收入 783.51 亿元，同比增加 26%，环比增加 5%。单季度环比的增加主要来自于资产规模的增加，净息差环比是下降的。

图表 4: NIM 近三年走势



数据来源：Wind、华融证券

图表 5：历年升息资产和付息负债构成比例

	2008-03 -31	2008-06 -30	2008-09 -30	2008-12 -31	2009-03 -31	2009-06 -30	2009-09 -30	2009-12 -31	2010-03 -31	2010-06 -30	2010-09 -30
升息资产：											
同业类：	17.26%	18.70%	19.97%	21.29%	24.56%	24.76%	22.78%	20.29%	25.08%	21.62%	22.42%
现金及存放央行 款项	14.27%	16.25%	16.96%	17.80%	15.70%	14.74%	15.59%	14.70%	17.80%	16.66%	17.30%
存放同业和金融机 构款项	0.34%	0.41%	0.48%	0.44%	0.33%	0.79%	1.24%	1.37%	2.37%	1.40%	1.59%
拆出资金	1.65%	1.40%	1.80%	1.33%	1.41%	0.79%	1.01%	0.68%	0.91%	1.35%	0.74%
买入返售金融资 产	1.00%	0.65%	0.73%	1.72%	7.12%	8.43%	4.95%	3.55%	3.99%	2.20%	2.79%
投资类：	36.00%	34.96%	33.00%	32.06%	28.17%	27.86%	29.49%	31.24%	22.71%	29.43%	28.63%
交易性金融资产	0.51%	0.48%	0.34%	0.35%	0.27%	0.28%	0.22%	0.17%	0.10%	0.12%	0.13%
可供出售金融资 产	6.59%	6.45%	5.34%	5.65%	5.15%	5.80%	6.96%	8.25%	0.46%	8.11%	7.29%
持有至到期投资	15.19%	14.76%	14.56%	13.82%	11.91%	11.38%	12.37%	12.99%	12.89%	16.38%	17.40%
应收款项类投资	13.72%	13.27%	12.77%	12.23%	10.84%	10.40%	9.95%	9.83%	9.26%	4.82%	3.81%
贷款类：	46.73%	46.34%	47.03%	46.65%	47.27%	47.38%	47.72%	48.47%	52.21%	48.95%	48.95%
发放贷款及垫款	46.73%	46.34%	47.03%	46.65%	47.27%	47.38%	47.72%	48.47%	52.21%	48.95%	48.95%
合计：	100.00 %										
付息负债：											
同业：	12.85%	12.20%	7.43%	7.30%	9.27%	9.60%	8.97%	9.52%	10.07%	9.23%	8.16%
同业和金融机构存 放款项	9.39%	9.29%	6.21%	6.64%	8.71%	9.16%	8.46%	8.54%	9.27%	8.28%	7.20%
向中央银行借款	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
拆入资金	1.20%	0.75%	0.71%	0.60%	0.51%	0.38%	0.46%	0.65%	0.79%	0.88%	0.94%
卖出回购金融资 产	2.26%	2.16%	0.51%	0.05%	0.05%	0.06%	0.06%	0.33%	0.01%	0.08%	0.02%
存款：	86.71%	87.39%	92.16%	92.30%	90.38%	90.06%	90.33%	89.79%	89.28%	90.15%	91.05%
交易性金融负债	0.10%	0.11%	0.14%	0.13%	0.11%	0.14%	0.16%	0.15%	0.18%	0.07%	0.07%
吸收存款	86.61%	87.28%	92.02%	92.17%	90.27%	89.92%	90.17%	89.65%	89.10%	90.07%	90.99%
债券：	0.43%	0.41%	0.42%	0.40%	0.35%	0.33%	0.70%	0.69%	0.65%	0.62%	0.78%
应付债券	0.43%	0.41%	0.42%	0.40%	0.35%	0.33%	0.70%	0.69%	0.65%	0.62%	0.78%
合计：	100.00 %										

净息差环比有所下降，从生息资产结构来看，投资类占比上升，同业类占比下降，贷款类比例持平；从付息负债结构来看，存款比例上升，同业比例下降。这些因素导致的结果应该是息差的上升，但是结果并非如此。所以，可以得出公司利率因素导致了净息差环比的下降。

从净息差同比上升的情况来看，既有资产结构、负债结构调整的原因，也有利率变化的原因。

三、非利息收入的增长和费用的增加

第三季度，各项手续费及佣金收入增长良好，实现手续费及佣金净收入 176.74 亿元，较上年同期增长 33%，但较上季度略微减少 5%。

1-9月，累计实现手续费及佣金净收入545.63亿元，较上年同期增长32.88%。其中，结算、清算及现金管理业务、银行卡、银行类理财、资产托管业务的增长速度较高。

投资收益22.45亿元，去年84.26亿元，比去年下降73%。

前三季度管理费用为791亿元，同比增加了13%，但是费用率从30%下降到了28%，因此费用率的变化对净利润增加贡献了4.4%。7-9月份的管理费用为279.17亿元，比上季度增加10亿，但是费用率下降了0.3%。

四、资产质量和信贷成本

不良贷款余额为757.31亿元，比上年末减少127.36亿元；不良贷款率为1.15%，比上年末下降0.39个百分点。不良贷款比上季末减少45亿元，比去年同期减少137亿元。拨备覆盖率为210.16%，比上年末提高45.75个百分点，比上季度提高了21%。

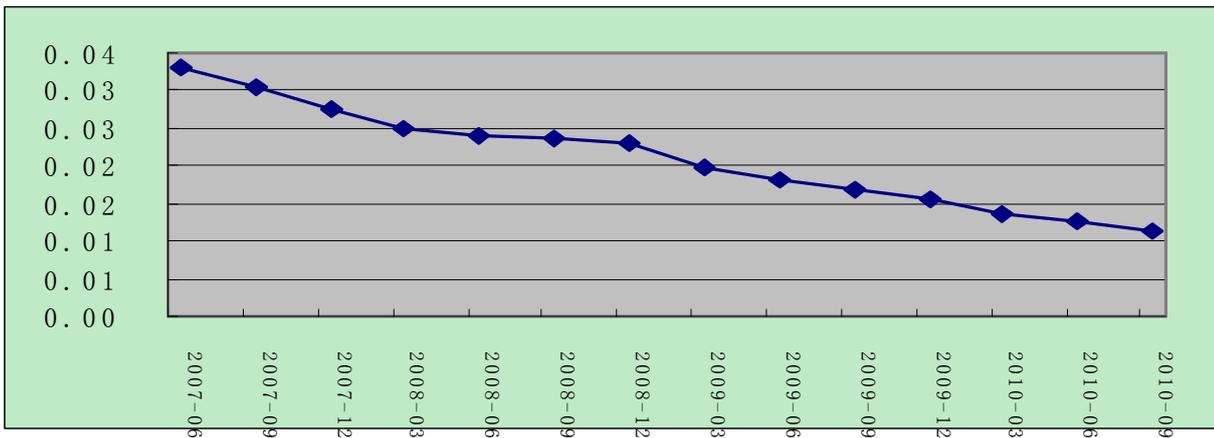
相比上个季度，信贷成本有所提高，由0.33%提高到0.39%，主要原因是公司加大了计提力度所致。本季度资产减值损失为81亿元，上季度为57.77亿元。信贷成本的上升对业绩的提高有-1.8%的影响。

图表 6: 信贷成本



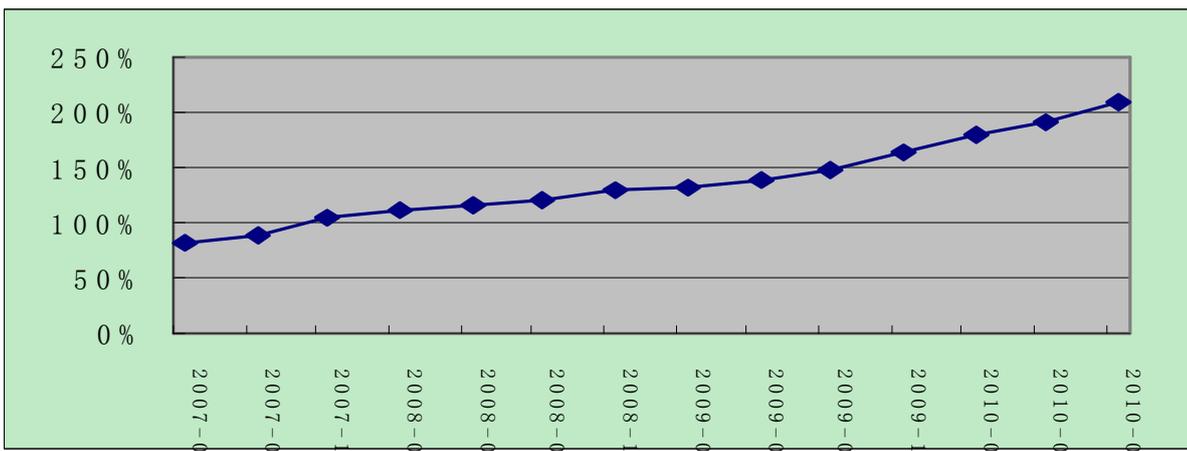
数据来源：Wind、华融证券

图表 7：不良贷款率



数据来源：Wind、华融证券

图表 8：拨备覆盖率

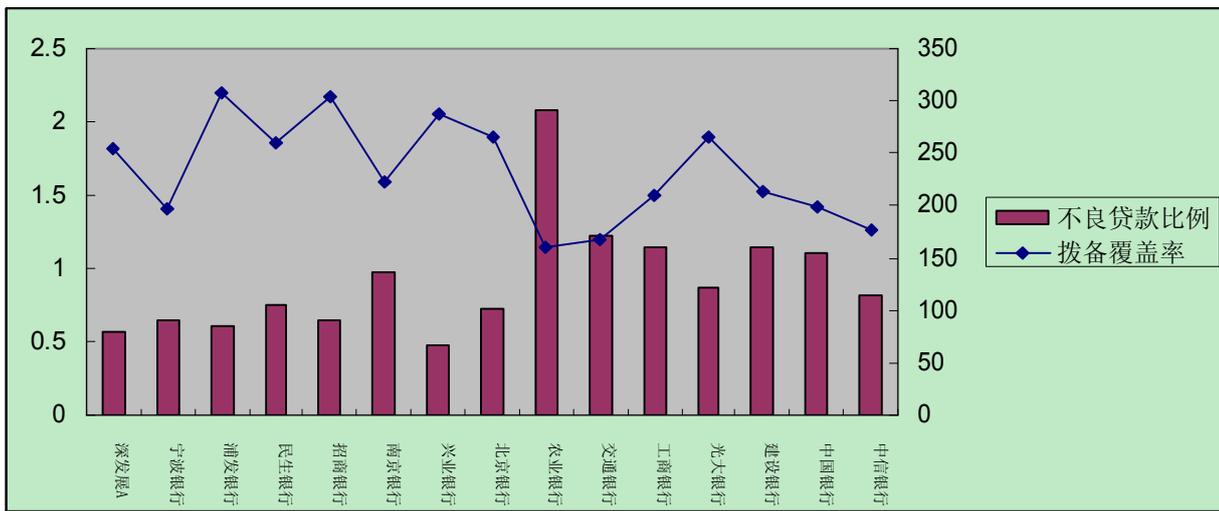


数据来源：Wind、华融证券

从数据来看，信贷成本虽然有所上升，但仍旧保持低位，不良贷款率下降，拨备覆盖率上升，资产质量表现良好。但是，我们应该看到信贷成本已经是历史低位，恐怕进一步下降的空间极其有限。拨备覆盖率虽然很高，但是不良贷款率相对较低，如果未来按照 2.5% 的要求作为拨备率，公司仍有很小的缺口，但是已经基本达到标准。因此，未来加大计提的要求并不强烈。

和其他银行相比，不良贷款率和拨备率都控制较好，特别是在国有大型银行中，两项指标都位于前列，和建设银行基本持平。

图表 9: 上市银行不良率和拨备覆盖率对比



数据来源: Wind、华融证券

五、资本补充情况

核心资本充足率 9.33%，资本充足率 11.57%，均满足监管要求。资本充足率比 2010 年 6 月末提高 0.23 个百分点，主要是发行可转换公司债券补充了附属资本。

公司的配股计划已经获得证监会的批准，预计将在今年完成。配股的比例为 10 股配 0.6 股，按照现在股份数 3340 亿股计算，将配股 200.4 亿股。其中 A 股获配 150 亿股，H 股配 49 亿股。按计划可配股融资不超过 450 亿元，预计可以提升资本充足率 0.76%。那么，预计今年末工行的资本充足率约为 12.2%，核心资本充足率约为 9.8%。按照明后两年的政策分析和对公司业务发展的预测，配股后的资本充足率能够在两年内满足监管要求。即使有继续融资的要求，也应该以发债的形式融资。

六、估值和评级

图表 10: 估值表

	每股收益 (元)				每股净资产	市盈率				市净率
	08A	09A	10E	11E		最新	08A	09A	10E	
中信银行	0.3400	0.3700	0.48	0.59	2.9888	17.09	15.70	12.10	9.85	1.94
中国银行	0.2500	0.3200	0.40	0.48	2.2316	14.44	11.28	8.95	7.45	1.62
建设银行	0.4000	0.4600	0.56	0.67	2.6553	12.90	11.22	9.17	7.70	1.94
工商银行	0.3300	0.3900	0.47	0.56	2.2569	13.45	11.38	9.42	7.99	1.97
交通银行	0.5800	0.6100	0.70	0.86	3.8234	10.72	10.20	8.87	7.27	1.63
北京银行	0.8700	0.9000	1.18	1.47	6.8487	15.89	15.36	11.74	9.43	2.02
兴业银行	2.2800	2.6600	2.80	3.44	14.8366	12.18	10.44	9.93	8.07	1.87

南京银行	0.7900	0.8400	0.92	1.19	5.7452	16.28	15.31	14.02	10.82	2.24
招商银行	1.4300	0.9500	1.16	1.43	6.1691	10.36	15.59	12.74	10.33	2.40
民生银行	0.4200	0.6300	0.60	0.71	3.7474	13.14	8.76	9.22	7.78	1.47
华夏银行	0.7036	0.7535	0.88	1.10	6.8482	18.41	17.19	13.60	10.60	1.89
浦发银行	2.2110	1.6210	1.20	1.50	8.4189	6.63	9.04	12.17	9.75	1.74
宁波银行	0.5300	0.5800	0.75	0.92	5.3812	26.36	24.09	18.73	15.11	2.60
深发展 A	0.2000	1.6200	1.78	2.20	9.2235	92.85	11.46	10.41	8.44	2.01
农业银行	0.0000	0.2500	0.27	0.34	1.6260		11.12	10.46	8.23	1.71
光大银行	0.2600	0.2600	0.30	0.36	1.9750	16.81	16.81	14.72	12.15	2.21
平均:							13.43	11.64	9.44	1.95

我们预测今年工行的净利润为 1569.89 亿元，对应每股收益为 0.47 元，如果考虑配股因素则为每股 0.44 元。明年的净利润为 1982 亿元，配股后的每股收益 0.56 元。考虑到工行在中国银行业的独特地位，以及今年以来的良好发展，特别是工行所具有的存款优势，以及合理的坏账处理，我们给予工商银行“看好”的评级。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层(100033)

传真：010-58568159 网址：www.hrsec.com.cn