

金融、保险业

推荐 (上调)

研究员

窦泽云

S1060210090001  
0755-22625902  
douzeyun001@pingan.com.cn

## 工商银行 (601398)

### 转型进行时

近日，我们参加了工商银行的分析师交流会，会议主要就银行的零售业务和信贷业务展开了专题交流，平安观点如下：

#### ■ 零售业务向专业化高品质发展

坐拥最大的客户群体和最强的交易渠道，工商银行的零售业务过去一直以“大”而著称。但是，工行并不满足于此，近年来一直在致力于推进零售业务的精品化转型，努力提升产品创新和服务能力，提高品牌的认知度和美誉度，实现了零售业务稳定快速的发展。我们预测：截止 10 年底，工行的储蓄存款将达到 5 万亿；零售贷款将超过 1.5 万亿，在贷款中的占比将达到 25%；零售业务的净利息收入将达到 1200 亿，在利息收入中的占比接近 40%；零售业务手续费收入将达到 350 亿元，中中间业务收入中占比超过 40%。我们认为，未来工行零售业务的发展重点应该是对于现有巨量客户的深度挖掘，银行将会开发更多的产品，为客户提供更加丰富和专业的服务，以此来提升零售业务的综合收益水平。

#### ■ 私人银行业务志存高远

作为“皇冠上的明珠”，在中国刚刚起步不久的私人银行业务仍是一片巨大的蓝海。工行的私人银行总部位于上海，拥有相对独立的经营管理体系，目前在长三角、珠三角以及西部地区拥有 10 个网点。客户资金的门槛为 800 万，500 万可以申请为体验客户。成立于 2008 年 3 月的工行私人银行部是中国第一张私人银行牌照（目前仅有两张），在某种程度上担当了制定行业规则的任务，所以工行的私人银行业务这两年可以说是在摸索中前进，同时也取得了很突出的成绩：预计 10 年底的客户数量将达到 1.8 万；总资产将达到 3500 亿，相比于 09 年增长 7 倍以上。

工行的目标是打造中国第一私人银行，工银集团的资源优势是工行私人银行业务的强大后盾，为私人银行业务的开展提供了坚实的基础。我们认为，中国庞大的富人群体为私人银行业务提供了巨大的潜在市场空间，但是能否将这种潜在需求转化为有效需求则取决于银行所能提供的服务以及产品的种类和品质。

#### ■ 中小企业业务健康发展

2005 年以来，工行的中小企业业务保持了年均 27% 的增速，预计 10 年底的余额为 3 万亿左右，在总贷款中的占比超过 50%。目前，工行拥有 1200 个小企业专营机构，预计 10 年底的小企业贷款余额为 4600 亿，银行的长期目标是 2015 年达到 11000 亿；与其他银行相比，工行目前的小企业贷款议价能力偏弱，利率上浮仅 8% 左右，这主要是因为各银行对于小企业的划分标准不同。

#### ■ 盈利预测与估值

我们预测，工商银行 10、11、12 年的 EPS 和 BPS 分别为 0.47、0.59、0.70 和 2.29、2.61、2.99 元，最新收盘价对应的 11 年 PE 和 PB 分别为 7.4 和 1.7 倍，估值具有较高的安全边际，给予“推荐”的评级。

附表：工商银行盈利预测与估值（百万元）

相对估值	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
P/E	17.7	13.1	11.2	9.2	7.4	生息资产规模	8,482,940	9,509,221	11,519,522	13,711,756	16,058,819
P/B	2.7	2.4	2.1	1.9	1.7	贷款	3,957,542	4,436,011	5,583,174	6,588,145	7,510,486
P/PPoP	9.5	7.2	7.6	6.1	4.9	债券	3,107,414	3,048,330	3,599,173	4,319,008	5,182,809
市值/总资产	16.7%	14.9%	12.3%	10.9%	9.3%	同业	1,417,984	2,024,880	2,337,175	2,804,610	3,365,532
<b>每股指标（元）</b>	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	其他资产	201,348	248,433	265,531	280,007	280,008
EPS	0.25	0.33	0.39	0.47	0.59	资产总额	8,684,288	9,757,654	11,785,053	13,991,763	16,338,827
BVPS	1.63	1.82	2.03	2.28	2.60	存款	6,898,413	8,223,446	9,771,277	11,334,681	12,921,537
PPoPPS	0.46	0.60	0.57	0.71	0.88	其他负债	1,241,623	927,070	1,334,842	1,860,090	2,509,534
DPS	0.13	0.17	0.17	0.21	0.27	负债总额	8,140,036	9,150,516	11,106,119	13,194,772	15,431,070
<b>利润表</b>	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	股本	334,019	334,019	334,019	349,019	349,019
净利息收入	224,465	263,037	245,821	317,958	387,289	资本公积	106,207	112,243	102,156	132,156	132,156
手续费净收入	34,384	44,002	55,147	71,691	93,198	盈余公积	13,536	24,650	37,484	53,502	73,641
其他经营净收益	-4,692	2,719	8,486	12,729	19,094	一般准备	40,834	69,355	84,222	69,959	81,694
营业收入	254,157	309,758	309,454	402,378	499,580	未分配利润	45,440	72,146	117,931	189,275	268,165
营业支出	103,566	110,699	120,241	154,513	191,839	其他	-1,089	-9,230	-1,919	-1,919	-1,919
拨备前利润	152,520	200,829	190,467	248,065	307,942	少数股东权益	5,305	3,955	5,041	5,000	5,000
拨备	37,406	55,528	23,219	30,725	36,374	所有者权益	544,252	607,138	678,934	796,991	907,756
税前利润	115,114	145,301	167,248	217,340	271,567	<b>资产盈利能力</b>	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
所得税	33,124	34,150	37,898	52,162	65,176	RoAE	16.3%	19.3%	20.1%	22.4%	24.2%
净利润	81,990	111,151	129,350	165,179	206,391	RoAA	0.75%	1.21%	1.20%	1.28%	1.36%
净利润增长		35.6%	16.4%	27.7%	25.0%	RoAA(拨备前)	1.80%	2.18%	1.77%	1.92%	2.03%

---

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257