

日期: 2011年3月7日

行业: 银行业



郭敏

021-53519888-1920

niupin@sigchina.com

执业证书编号: S0870209080158

基本数据 (Y10Q3)

报告日股价 (元)	4.30
12mth A 股价格区间 (元)	3.93/5.01
总股本 (百万股)	349,019
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (百万元)	1,500,782
每股净资产 (元)	2.29
PBR (X)	1.88
DPS (Y09, 元)	0.045

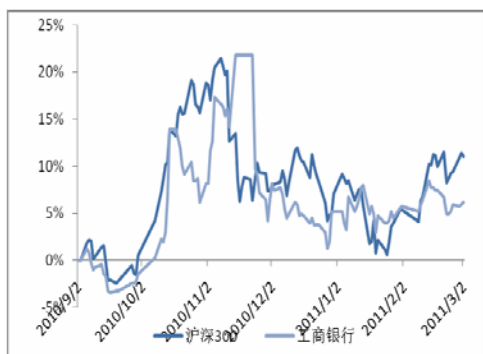
主要股东 (Y10Q3)

汇金公司	35.43%
财政部	35.33%
香港中央结算 (代理人) 有限公	20.51%

收入结构 (Y10Q3)

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



报告编号: GM11-CR01

相关报告:

首次报告日期: 2008-04-01

比肩花旗, 转型优势明显

■ **主要观点:**

网点、客户基础是工行发展的天然禀赋

工商银行是我国最大的国有商业银行, 在全国拥有最为广泛的营业网点和客户基础, 是其未来发展为全国第一零售银行的最大的资源禀赋。负债稳定且成本较低是工行的优势之一, 虽然工行的存贷款份额在逐年下降, 其仍是国内最具优势的零售银行。

工行 VS 花旗: 银行卡、零售业务、中间业务发展仍广阔

工行现已超越花旗成为全球市值最大, 利润最高的银行, 总资产规模也与花旗相当, 但工行的营业收入仅为花旗的 60% 左右。依据花旗的发展经验来看, 未来零售业务, 包括银行卡、理财业务; 以及中间业务领域空间广阔。同时, 国际化也将是工行的必经之路。

存贷差收入占比低, 盈利模式转型具备优势

在新资本框架以及利率市场化条件下, 业务结构的转型和降低资本消耗已经是国内银行的必然选择。工行的存贷利差占收入的比重最低, 中间业务收入占比居前, 未来在盈利模式转型的过程中, 具备一定的先发优势。

公司经营稳健, 分红率居前

公司经营稳健, 贷款增长一直保持较平稳的增长。公司税后得现金分红率已接近 3.61%, 高于一年期存款利率, 一直位居上市公司前列, 盈利能力在同类银行中排名较前。

■ **投资建议:**

我们预计公司 2010-2012 年公司每股收益为 0.47 元、0.54 元、0.63 元。2010 年-2012 年三年有望以 20% 的复合增长率增长。工行经营稳健, 目前估值较为合理, 我们维持公司“大市同步”评级。

■ **数据预测与估值:**

至 12 月 31 日	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	309,454	375,606	440,829	508,870
年增长率 (%)	-0.10	21.38	17.36	15.43
归属于母公司的净利润	128,599	162,234	189,889	220,304
年增长率 (%)	16.10	26.16	17.05	16.02
每股收益 (元)	0.368	0.465	0.544	0.631
PBR (X)	2.38	2.23	1.79	1.53

注: 相关指标按最新总股本计算

目 录

一、国内最大的国有商业银行.....	4
1.1 行业地位.....	4
1.2 业务结构.....	5
二、工商银行 VS 花旗集团：过去和未来.....	6
2.1 零售银行化.....	9
2.2 中间业务非息化.....	12
2.3 国际化.....	13
三、稳健踏实的财务表现.....	14
3.1 合理的存贷比，稳健的贷款增速.....	14
3.2 ROAE、ROAA 比较.....	15
3.3 稳定的分红水平.....	16
四、工商银行 SWOT 分析.....	17
五、风险因素.....	18
六、盈利预测.....	19
5.1 息差 2011 年将有所回升.....	19
5.2 规模仍将稳健增长.....	19
6.3 成本收入比.....	20
6.4 信贷成本的假设.....	20
6.5 盈利预测.....	21
七、估值和投资建议.....	22
1、相对估值.....	22
2、投资建议.....	24

图

图 1 工商银行资产负债份额逐年下降.....	4
图 2 工商银行的存款份额明显高于贷款份额.....	4
图 3 工商银行资产负债规模行业内第一 单位：亿元.....	4
图 4 工商银行存贷款规模五大行第一 单位：亿元.....	4
图 5 工商银行非息收入占比较高.....	5
图 6 工商银行业务分部较为均衡.....	5
图 7 上市银行非息收入占比比较（2010Q3）.....	6
图 8 全球市值最大银行排名.....	6
图 9 花旗银行的发展历程缩略图.....	7
图 10 花旗银行总体息差水平高于工商银行.....	9
图 11 大中型银行个人业务利润占总利润的比例（2010H）... ..	10
图 12 花旗公司业务分部.....	11
图 13 花旗银行零售贷款占比超 70%VS 工商银行零售贷款占比略超 20%.....	11
图 14 银行卡业务占零售收入比重近 50% 单位 百万美元.....	11
图 15 银行卡发卡量稳健增长.....	12

图 16 年消费额快速增长.....	12
图 17 花旗公司中间业务收入近 50% 单位: 百万人民币	13
图 18 工行的存贷利差收入占比较低.....	13
图 19 工行保持合理的存贷比.....	15
图 20 贷款增速保持稳健.....	15
图 21 工行的存贷利差收入占比较低.....	15
图 22 工行分红派现比例上市银行中最高.....	16
图 23 税后现金分红率高于一年期定期存款.....	16
图 24 工商银行规模增长预测.....	19
图 25 工商银行成本收入预测.....	20
图 26 工商银行信贷成本预测.....	21

表

表 1 工商银行部均存贷款优于同业.....	5
表 2 工商银行和花旗公司概况 (2009) 单位: 亿元人民币	8
表 3 大型银行核心盈利能力比较 2010Q3.....	16
表 4 地方融资平台贷款压力测试情况.....	18
表 5 房地产贷款压力测试情况 (假设 50% 的拨备计提比例)	18
表 6 房地产贷款压力测试情况 (假设 100% 的拨备计提比例)	18
表 7 净息差有上升趋势.....	19
表 8 工商银行损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)	21
表 9 国内上市银行相对估值比较表.....	22
表 10 国外规模相近上市银行相对估值比较表.....	23

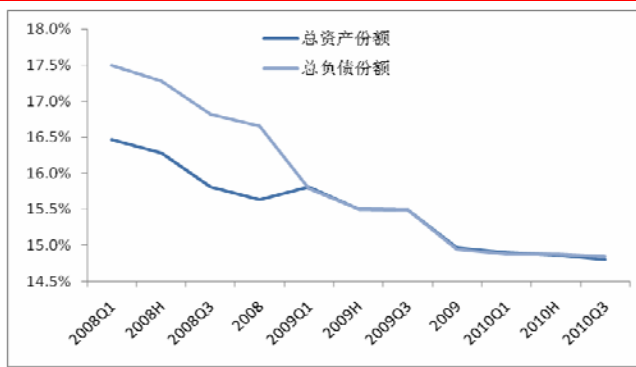
一、国内最大的国有商业银行

1.1 行业地位

i. 资产份额

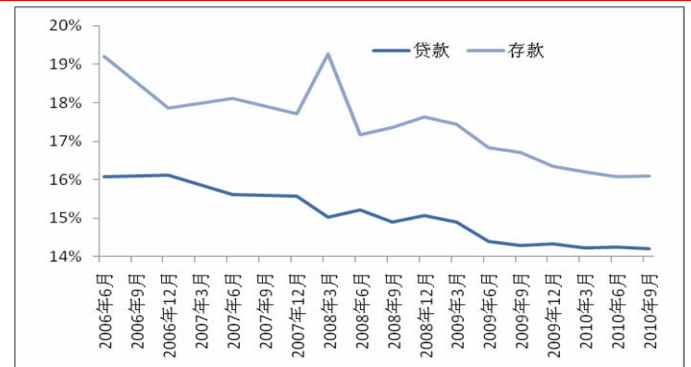
工商银行是我国最大的商业银行，资产、负债份额均位列第一。截至 2010 年三季度末，工行资产、负债份额占整个银行业份额为 14.8%。虽市场份额在近几年中有所下降，但始终保持着全国最大国有银行的地位。从 2008 年一季度开始，公司的资产份额下降了 1.7 个百分点，至 2010 年三季度末的 14.8%。工商银行的存款份额一直高于公司的贷款份额，丰富的网点资源使公司拥有充裕的资金来源。

图 1 工商银行资产负债份额逐年下降



数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

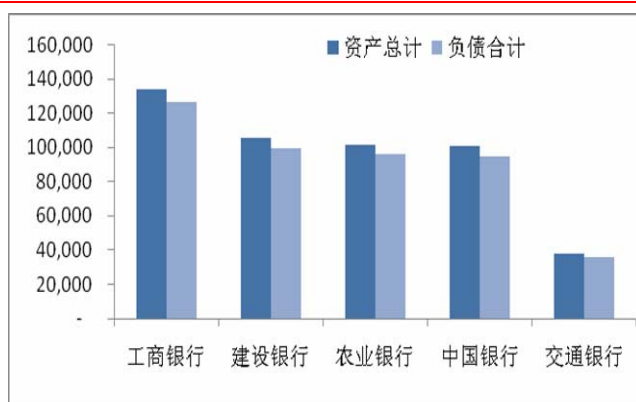
图 2 工商银行的存款份额明显高于贷款份额



数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

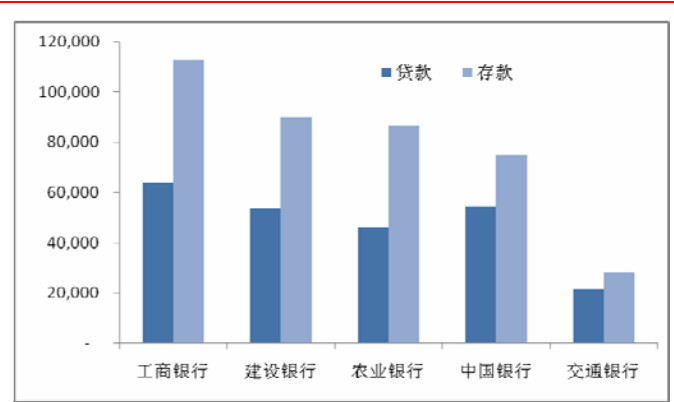
国内的五大国有银行来看，工行的资产、存贷款规模均位列第一位，规模优势明显。

图 3 工商银行资产负债规模行业内第一 单位: 亿元



数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

图 4 工商银行存贷款规模五大行第一 单位: 亿元



数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

ii. 网点数量

工商银行的网点数量虽不及农业银行，农行的部均网点效率较低。工商银行的部均存款和贷款在四大规模相近的银行中处在前列。

表 1 工商银行部均存贷款优于同业

	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行
网点数量	16,210	13,384	23,560	10,966	2,694
部均贷款(亿元)	0.57	0.60	0.53	0.73	0.76
部均存款(亿元)	6.96	6.70	3.68	6.82	10.43

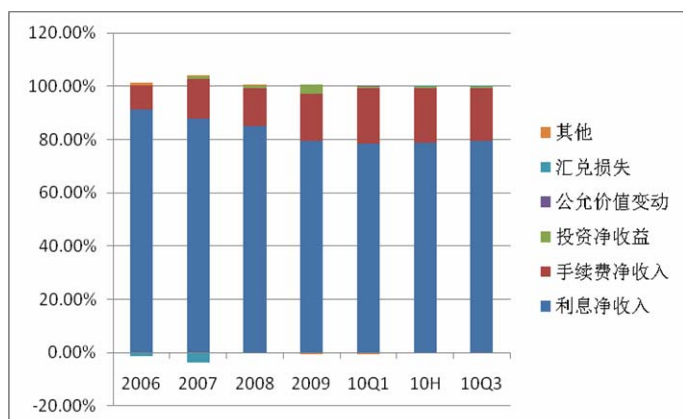
数据来源：公司报告，上海证券研究所

1.2 业务结构

工商银行是上市银行中中间业务占比最高的银行之一，未来最具备综合化经营的潜质。公司近几年的非息业务收入已接近 20%，是上市银行中占比较高的银行之一。中间业务收入仍是工商银行的优势业务之一，未来占比仍有望继续提高。

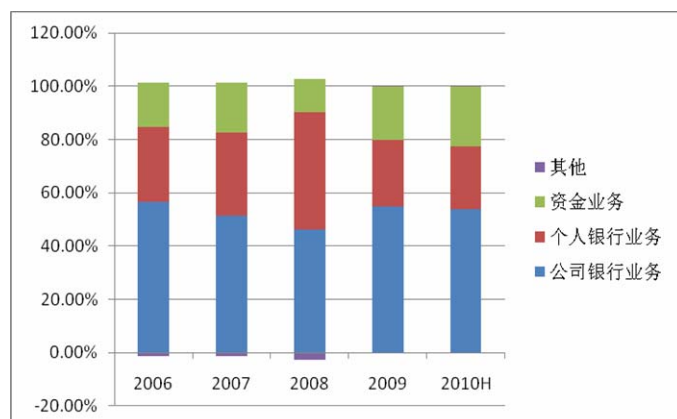
从业务分部来看，工商银行的业务结构较为均衡，主要利润来源于公司银行业务、个人银行业务和资金业务，大致的比例为 2:1:1。未来随着公司逐步向“第一零售银行”的战略目标迈进，工行的零售银行业务收入仍有望提高。

图 5 工商银行非息收入占比较高



数据来源：公司报告，上海证券研究所

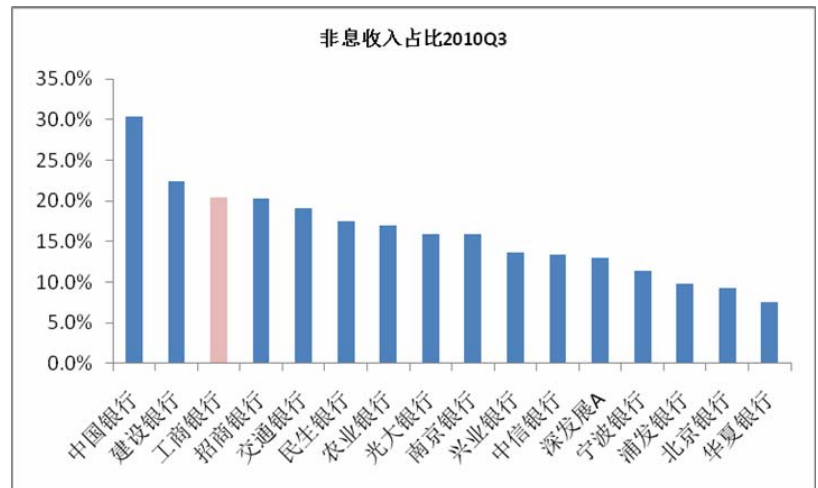
图 6 工商银行业务分部较为均衡



数据来源：公司报告，上海证券研究所

根据上市银行最新的三季报，上市银行非息收入占营业收入的比重平均为 20.5%。四大银行的非息业务收入占比较高，其中，中国银行的非息业务收入高达 30%，未来工商银行中间业务收入占比仍有提升空间。

图 7 上市银行非息收入占比比较 (2010Q3)

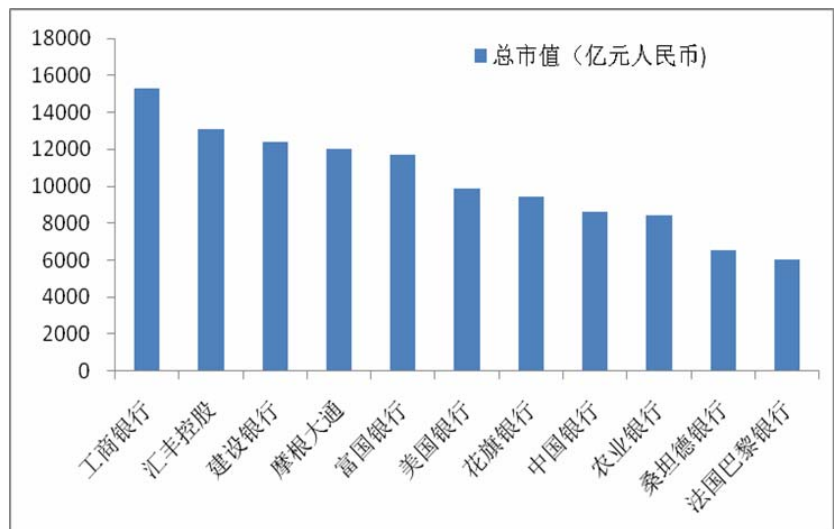


数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

二、工商银行 VS 花旗集团: 过去和未来

截至 2010 年 12 月 31 日, 按照美元计价的工商银行总市值已经成为全球最大的商业银行, 并且利润也是最高的商业银行。金融危机后, 工行首度超过花旗银行成为世界最大的商业银行。截至 2011 年 2 月 15 日, 工商银行市值达 1.53 万亿, 稳居市值第一银行之位。

图 8 全球市值最大银行排名



数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

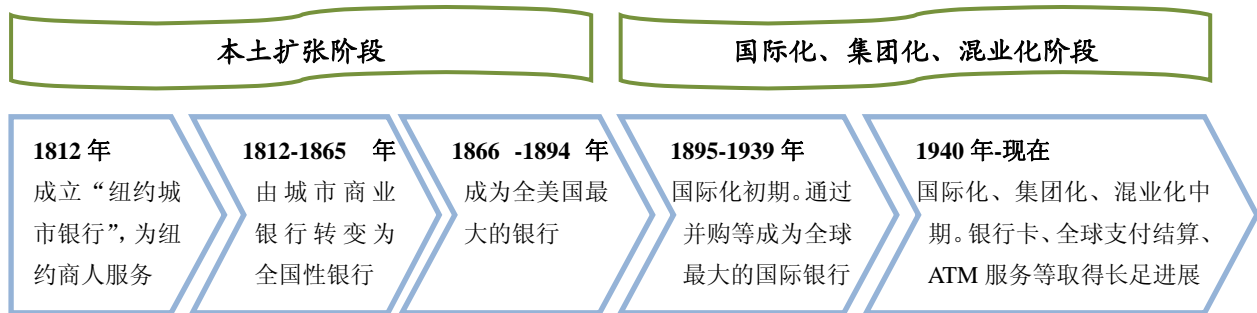
虽然受到美国金融危机的影响, 花旗银行的总市值排名跌落至目

前的第 6 位，但这里我们用花旗银行作为工商银行的比较对象主要出于以下考虑：1) 花旗集团仍是当今世界资产规模最大、全球连锁性最高、业务门类最齐全的金融服务集团，2) 花旗银行已经逐渐成长为花旗集团旗下美国最大的零售银行之一，这和工商银行的零售银行的战略相一致。3) 花旗银行也是在全球五十个国家及地区设有分支机构的国际大银行，未来随着金融以体化的深入，国内银行国际化将是必经之路。因此，花旗银行成功的国际化之路将是国内银行特别是对工商银行有较好的借鉴作用。

花旗银行的成长史

花旗银行 (Citibank, N.A.) 是花旗集团属下的一家零售银行，其主要前身是 1812 年 6 月 16 日成立的“纽约城市银行” (City Bank of New York)，经过近两个世纪的发展、并购，花旗已成为美国最大的银行。回顾花旗的成长史，自身的成长壮大是规模不断发展的重要环节，并购以及创新也是花旗银行成长过程中重要的因素。

图 9 花旗银行的发展历程缩略图



业务和产品创新：

1904 年：开创旅行支票 (Traveler's check) 业务。
 1921 年：首家采用复利法给储蓄账户计息。
 1928 年：首家给存款人提供无质押个人贷款。
 1936 年：首家开办无须最低余额的支票账户业务。
 1961 年：发明可转让定存单
 1967 年：开办花旗银行第一张信用卡，俗称“囊括所有卡” (the “Everything” card)。
 1969 年：囊括所有卡改名为 Master charge 后更名为万事达卡 (Master card)
 1977 年：开建华旗卡中心，利用 ATM 和花旗卡进行服务。
 1985 年：开办“直接连入” (Direct Access®) 服务，通过个人电脑与花旗银行连接。

银行并购：

1918 年：收购美国“国际银行” (Internatioanl Banking Corp.)。
 1929 年，并购“农民贷款信托公司”(Farmers' Loan and Trust Company)。
 1968 年，并购“第一国家城市股份公司” (First National City Corporation)。
 1982 至 1984 年间，在加利福尼亚、佛罗里达、伊利诺伊、华盛顿哥伦比亚特区收购储蓄 (Savings) 与贷款业务，使花旗集团成为美国最大的银行控股公司。
 1998 年，花旗公司于旅行家集团合并成为花旗集团股份有限公司。
 2007 年，合并台湾的华侨银行。

过去:

回顾花旗银行近 200 年的历史,我们认为在其成长过程中,独特企业文化、正确的战略目标、良好的执行力是企业长远发展的关键因素。

对比花旗银行,我们认为,工商银行目前处在第四阶段即处在国际化初期。从花旗银行设立第一家海外分支机构到公司成为全球最大的国际银行用了 46 年,这 46 年伴随着美国经济崛起,花旗银行的影响力在全世界大大提升,并创造了“花旗永不眠”的口号。

而在美国金融深化的过程中,花旗银行的成长历程也伴随着其卓越的产品和业务的创新能力,金融创新为公司扩大影响力,扩大客户基础和开拓业务的重要手段。目前,作为我国最大的银行,工商银行的国际化过程仍处在起步阶段,工行的外币资产约占公司资产的 3% 左右,未来仍有一定的提升空间。

花旗集团由于在金融危机后的影响,已将集团分拆为花旗公司和花旗控股两家公司。花旗公司将负责其遍布全球的优势商业银行业务,为花旗的核心业务,而花旗控股则负责资产管理和消费信贷业务。花旗集团有意最终将非核心业务剥离出去。截至 2009 年 12 月 31 日,花旗公司的总资产为 1.1 万亿美元,拥有存款 7310 亿美元,在 100 多个国家拥有物理网点,并对超过 140 个国家服务。

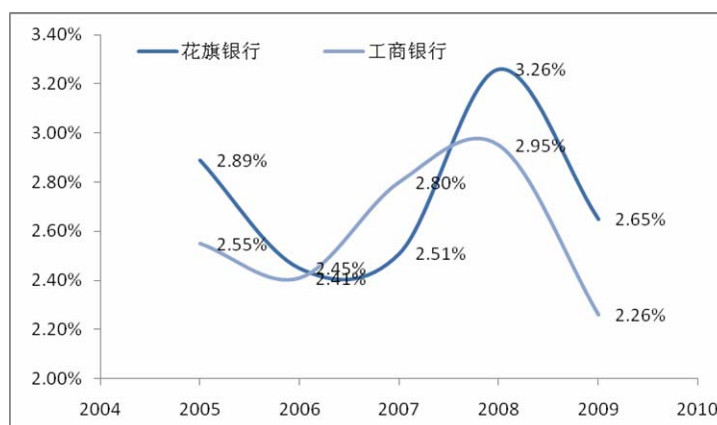
表 2 工商银行和花旗公司概况 (2009) 单位: 亿元人民币

	花旗	工行
总资产	126,776	117,851
营业收入总额	5,482	3,095
净利润	-16	1,286
贷款总额	40,489	57,286
资本充足率	15.25%	12.36%
ROE	-9.40%	19.08%
ROA	-0.01%	1.09%

数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

工行的总资产已于花旗银行接近,投放的贷款已显著超过花旗集团,但营业收入仅为花旗银行的 60% 左右。这体现出国内银行业务结构仍偏向贷款业务,而花旗银行的业务结构更加多元化。受到金融危机的影响,花旗的 ROE 和 ROA 指标均为负,但在危机前的 2006 年,公司的 ROE 为 18.8%, ROA 为 1.14%,明显好于 06 年的工商银行 17.39% 和 0.94%,工行通过这两年的成长,盈利能力已经明显改善。

图 10 花旗银行总体息差水平高于工商银行



数据来源：公司报告，上海证券研究所

接下来我们通过对零售业务、中间业务和国际业务来对比工商银行和花旗公司（负责商业银行的核心业务部分）。

2.1 零售银行化

零售银行是属于风险较低，周期波动性较小的业务。零售业务在中国仍处在发展阶段，按揭贷款、消费贷款、银行卡、信用卡都在近几年实现较快的增发，零售业务在业务结构中的占比也不断提高，未来零售银行业务发展空间仍广阔，而工商银行作为中国网点规模最大，客户资源最丰富的银行之一，有发展零售业务的天然禀赋。

工商银行的战略目标是实现“第一零售银行”的发展战略，公司的零售业务转型仍在进行中。转型过程中，工行已经取得了许多成果：

第一，实现了客户资产规模的最大化。2010 年底，个人金融资产规模超过 6 万亿，占四大行的 31%。储蓄存款 5.1887 万亿元，占比超过了 30%。理财产品 1.2270 万亿元，市场份额占比还要更高。

第二，业务产品转型的最快化。目前的个人金融部已涵盖了资产、负债和中间业务。目前，公司的银行发卡数量 3.45 亿张，信用卡发卡量在市场中的占比第二名高十个百分点。个人贷款存量超过 1.5 万亿，个人住房按揭贷款、消费贷款，经营性贷款的存量和增量在四大国有银行中都是第一位。非房贷的个人贷款占比去年提高了 17.5 个百分点；利息收入超过了 675 亿元，增幅 43%；非息收入 22.8 亿元（承诺、顾问、服务费）。

第三，渠道交易规模的最大化。

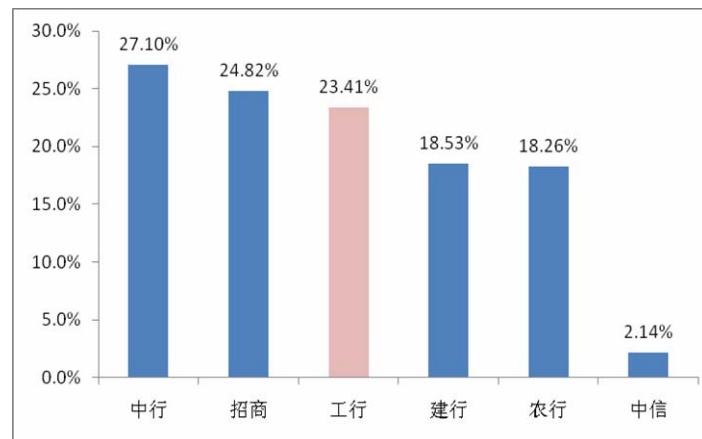
第四，系统功能的最强化。

第五，零售业务贡献的最大化。零售贡献收入 1027 亿，占比 39%。

中间业务收入实现 345 亿，占比超过 40%。增幅超过 35%。个人中间业务收入增速超过了全行平均水平。

从上市银行来看，个人业务占总利润构成来看差异较大，但大型银行依靠网点优势，个人业务占比较高。中行、招商、工行的个人业务利润收入均超过了 20%。工商银行的个人业务占比虽不是上市银行中最高的，但客户总量和服务规模在行业中处在前列。

图 11 大中型银行个人业务利润占总利润的比例（2010H）



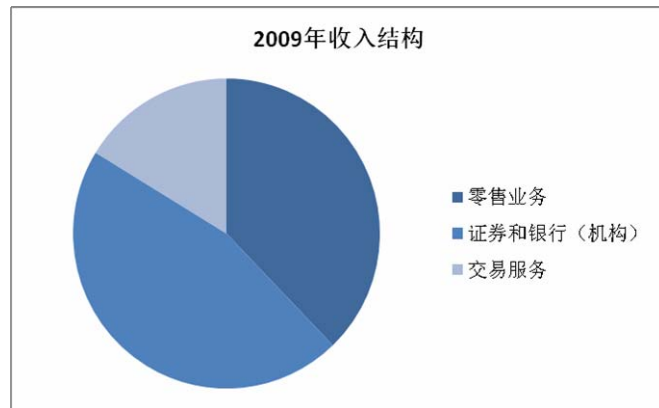
数据来源：公司报告，上海证券研究所

相对于花旗银行的贷款结构来看，工行的公司类贷款仍为主导贷款类型，占全部贷款总额的 80% 以上；而花旗银行的全部贷款中以零售贷款为主，公司贷款为辅，公司贷款占全部贷款的比重约 30%。公司业务的收入主要来自为公司、机构和高附加值客户提供全方位的产品和服务，包括现金管理、交易、承销、借贷和咨询顾问服务等等，而贷款仅仅是众多产品的一个方面。

花旗银行的零售业务主要对客户传统金融服务以及卡业务。花旗的区域零售银行已经进入了 39 个国家并建立了 4000 余个网点分布在北美、亚洲、拉丁美洲、中欧和西欧。截至 2009 年末，区域零售银行已经拥有 2130 亿资产和 2900 亿存款。

工行董事长姜建清表示，未来工行零售银行、公司银行和资金业务收入的占比将争取达到 4:4:2，这于花旗银行目前的收入结构类似。

图 12 花旗公司业务分部



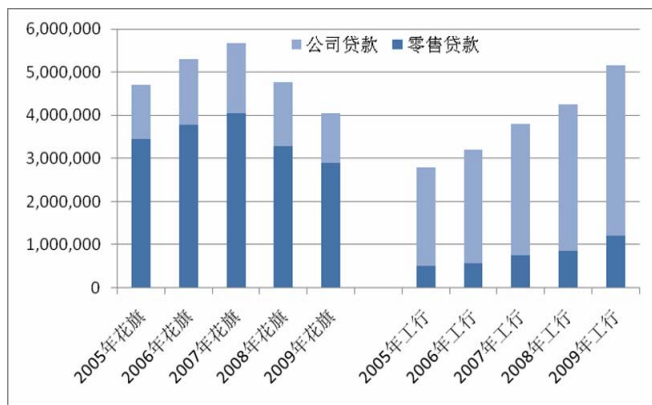
数据来源：公司报告，上海证券研究所

银行卡发展前景广阔，国内仍处于高速发展期

卡业务是零售银行业务收入中的重要组成部分。花旗银行的银行卡业务占零售银行总收入的 43.79%，在北美、欧洲等发达地区，卡业务收入占比接近 50%，已经成了零售银行业务收入中的重要组成部分。

图 13 花旗银行零售贷款占比超 70% VS 工商银行零售贷款占比

20%



数据来源：公司报告，上海证券研究所

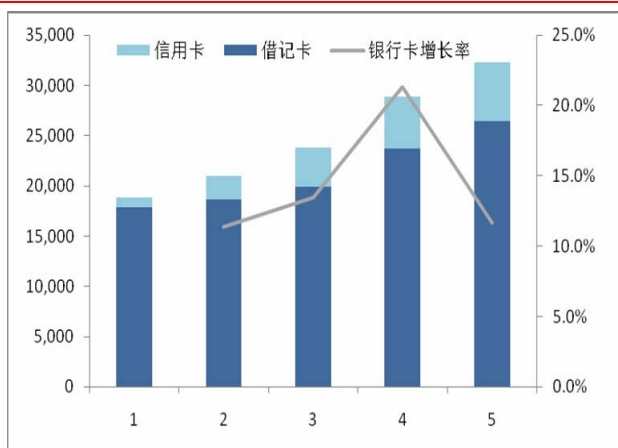
图 14 银行卡业务占零售收入比重近 50% 单位 百万美元



数据来源：公司报告，上海证券研究所

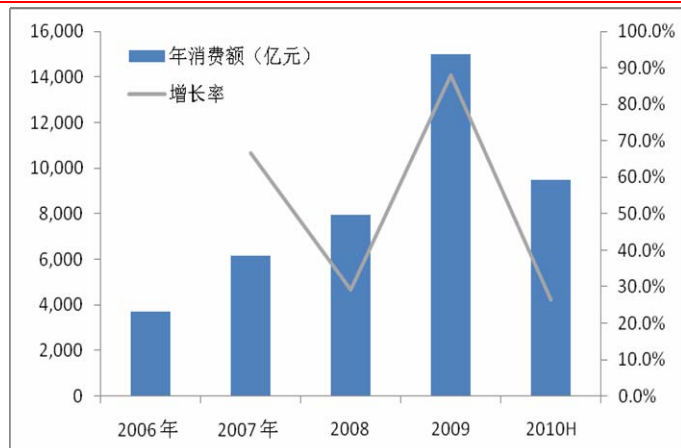
国内未将银行卡收入单独核算收入，只对银行卡手续费收入做统计。2010 年上半年工行实现银行卡手续费收入 61.86 亿元，较去年同期增长 42%。截至 2010 年 6 月末，工行发卡量 3.2 亿张，较上年末增加 3371 万，消费额 9475 亿元，同比增长 53.5%。

图 15 银行卡发卡量稳健增长



数据来源：公司报告，上海证券研究所

图 16 年消费额快速增长



数据来源：公司报告，上海证券研究所

工行的银行卡发卡量预计仍将保持平稳增长，而年消费额有望保持快速增长，银行卡业务贡献的手续费收入有望保持快速增长。

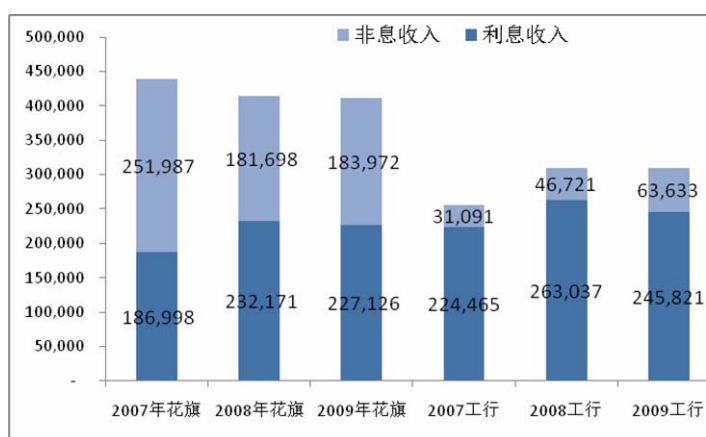
2.2 中间业务非息化

中央在“十二五”规划建议中明确提出“稳步推进利率市场化改革”，中国人民银行行长周小川在《关于推进利率市场化改革的若干思考》一文中明确表示：“要有规划、有步骤、坚定不移地推进利率市场化改革。”今年1月初，2011年中国人民银行工作会议已将稳步推进利率市场化改革列为今年央行的主要工作之一。

而中国目前的通胀问题使央行将信贷投放作为调控的重点，控制银行非理性的信贷增长。未来随着利率市场化的推进，银行监管机构对银行杠杆率、资本充足率的限制，央行对信贷增长的控制将使国内以利息收入为主的收入方式带来较大的考验，银行收入结构的转型是必然选择。

对照花旗公司的非息收入来看，花旗的非息收入约占营业收入的50%，部分年份甚至超过50%。工商银行的非息业务收入仅占营业收入的20%，仍有较大的提升空间。工商银行的利息收入绝对额已于花旗公司相近，但非息收入绝对额仍差别较大，未来仍有较大提升空间。未来可能途径包括：提升对公理财和服务占比，包括对公理财产品、贵金属、年金、租赁、保险、托管，加强银行卡业务收入等；加强对私理财，如理财产品、私人银行、财富管理。

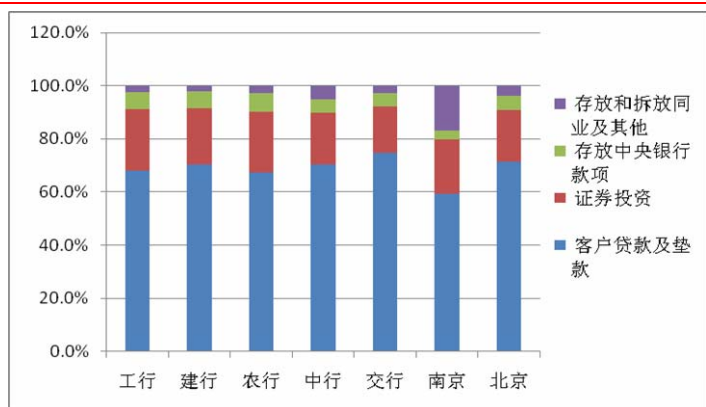
图 17 花旗公司中间业务收入近 50% 单位: 百万人民币



数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

工行是上市银行中存贷差收入占利息收入比重最低的银行之一。工行的债券投资收入占利息收入的比重不足 7 成, 略高于南京银行。工行的存贷比较低, 较具备未来转型的基础。

图 18 工行的存贷利差收入占比较低



数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

花旗 07 年危机之前, 2006 年的 ROAA 高达 1.28% 明显高于工行 0.70% 的水平, 随着工行盈利能力的提高, 其 ROAA 已逐渐提高至 1.20%。中间业务占比较大是花旗高总资产收益率的主要原因。未来随着工行中间业务收入份额的提高, ROAA 仍有提升的空间。

2.3 国际化

随着经济金融一体化不断深入发展, 中国银行业国际化已逐渐成为不可逆转的潮流。从国际经验看, 国际化是全球大型商业银行保持持续发展和增强竞争力的重要选择; 从中国现实讲, 则是中国经济日益融入全球的必然结果, 以及银行战略转型及应对国际竞争的内在要

求。

目前，工行的国际业务占比约 3%，未来随着工行国际化的深入，将有望达到 10%。截至 2010 年 6 月末，工行已在全球 22 个国家和地区设立了 24 家境外一级营业机构，境外机构总数 181 家，比上年末增加 19 家，与 128 个国家和地区的 1,424 家境外银行建立了代理行关系，增加 21 家，初步建成覆盖全球的经营网络。网络拓展和业务延伸同步推进，依托境外机构综合业务处理系统（FOVA）和境外机构多牌照优势，跟进中国企业“走出去”步伐，开展境外产品创新，加快境内优势产品在境外机构的延伸。

2010 年上半年，工行行境外分行及子公司总资产 616.37 亿美元，比上年末增加 125.02 亿美元。实现税前利润 3.24 亿美元，同比增加 1.03 亿美元，增长 46.61%。相对比中行来说，中行的海外资产 5085 亿人民币，占总资产的 4.3%，拥有境外机构总数 118 家。

工行在机构数量上已超过中行，但在资产总量上仍小于中行。随着工行国际化战略的稳步推进，工行的国际化有望在国内银行中保持领先。

结语：

工行在整体规模已经赶超花旗集团，其盈利能力指标也已经于危机前的花旗集团相近。而对比花旗银行来看，工行的公司银行业务占比较大，利息收入占营业收入比重较大，且国际化程度仍较花旗银行有所差距。从花旗银行的发展经验来看，未来零售业务，包括零售信贷、银行卡业务；中间业务和国际业务仍有扩展空间。

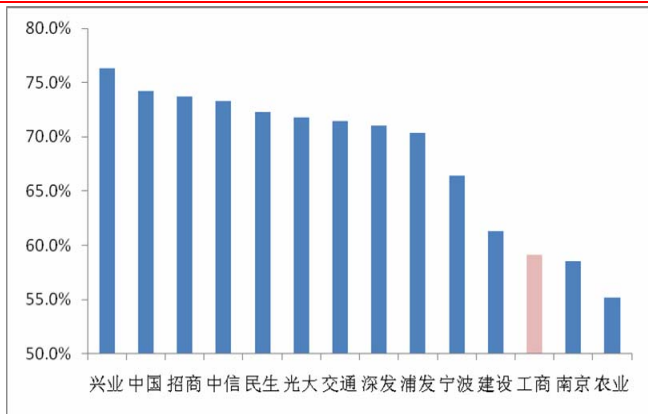
同时，工行近两年的表现主要得益于中国经济近年来的优异表现。上市之后，工行并没有经过完整经济周期的考验。未来业绩仍有起伏的可能性，过渡依靠利息收入的收入结构也待改善，以提升业绩的稳定性和持续性。

三、稳健踏实的财务表现

3.1 合理的存贷比，稳健的贷款增速

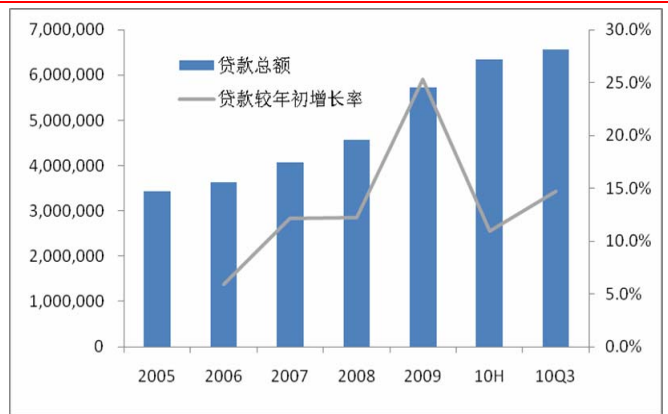
工商银行的存贷比是上市银行中比较低的，公司的贷款增速近年来也一直保持在一个较为合理的水平。公司较低的存贷比和稳健的贷款增速使公司资本消耗的速度放慢，有利于公司的稳健长远发展。

图 19 工行保持合理的存贷比



数据来源：公司报告，上海证券研究所

图 20 贷款增速保持稳健

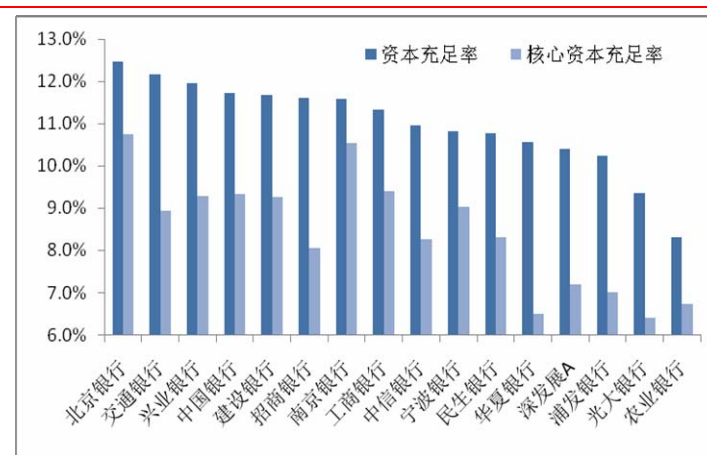


数据来源：公司报告，上海证券研究所

工行的贷款增速相比其他大型国有商业银行来说，规模增长较为稳健。存贷比一直保持在较低的水平。贷款规模的稳定增长有助于减缓资本消耗的速度。

按照银监会最新的监管要求，系统重要性银行的资本充足率须达到 11.5% 以上。截至 2010 年 6 月末，工行的资本充足率为 11.3%，低于银监会的要求。预计 2010 年盈利补充资本今后，公司的资本充足率可能降至 11% 附近，未来工行有进一步补充资本的要求。

图 21 工行的存贷利差收入占比较低



数据来源：公司报告，上海证券研究所

3.2 ROAE、ROAA 比较

从核心盈利能力指标拨备前利润/平均资产指标来看，工行的前三季度指标仅次于建设银行，在 5 大商业银行中位列第二位。ROAA 指标也仅次于建设银行，明显高于相似规模的中行、农行和交行。前

三季度 ROAE 为 17.82%，与建设银行相近，位列同类银行第二位。

表 3 大型银行核心盈利能力比较 2010Q3

	工行	建行	中行	农行	交行
净利息收入/平均资产	1.76%	1.80%	1.49%	1.83%	1.73%
利息收入/平均资产	2.69%	2.73%	2.42%	2.74%	2.88%
利息费用/平均资产	0.93%	0.93%	0.93%	0.91%	1.15%
净手续费收入/平均资产	0.43%	0.48%	0.44%	0.36%	0.30%
手续费收入/平均资产	0.46%	0.50%	0.47%	0.37%	0.35%
手续费支出/平均资产	0.03%	0.01%	0.04%	0.01%	0.05%
投资净收益/平均资产	0.02%	0.02%	0.04%	0.00%	0.03%
公允价值变动/平均资产	0.00%	0.02%	0.04%	0.00%	-0.01%
汇兑收益/平均资产	0.00%	-0.01%	-0.01%	0.01%	0.02%
管理费用/平均资产	0.63%	0.65%	0.67%	0.81%	0.60%
拨备前利润/平均资产	1.46%	1.55%	1.26%	1.27%	1.35%
税前利润/平均资产	1.32%	1.42%	1.14%	0.12%	1.06%
净利润/平均资产 (ROAA)	1.01%	1.09%	0.84%	0.74%	0.83%
ROAE	17.82%	18.82%	15.34%	16.11%	15.64%

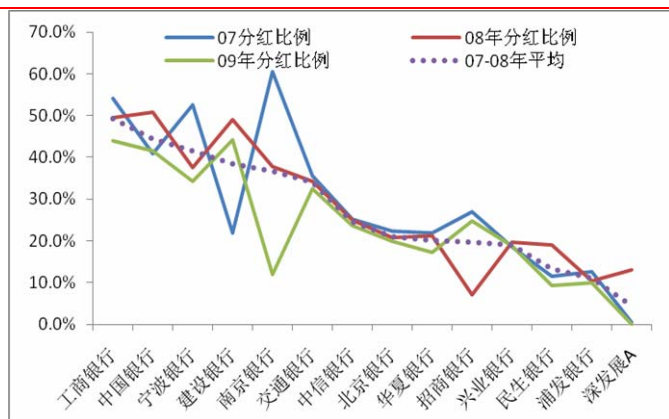
数据来源：公司报告，上海证券研究所

3.3 稳定的分红水平

工商银行从上市以来，均保持着较为稳定的分红派现水平。07年、08年、09年的分红派现比例达到净利润的 54.2%、49.6% 和 43.9%，平均现金分红率高达 49.2% 上市银行中最高。

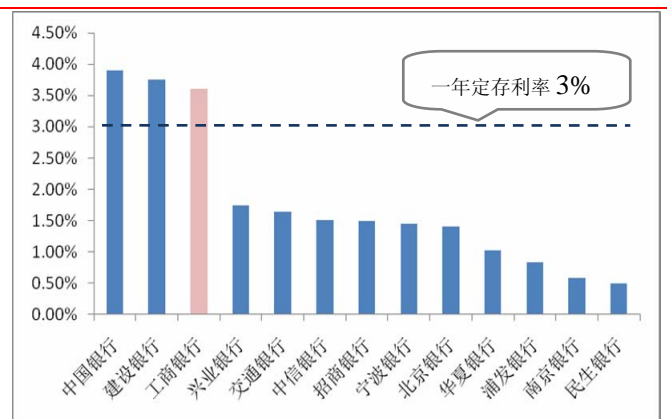
按 2 月 24 日股价计算 09 年工行的税后分红率为 3.61%，在上市银行中位列第三位，均显著超过 1 年期的定期存款利率。

图 22 工行分红派现比例上市银行中最高



数据来源：公司报告，上海证券研究所

图 23 税后现金分红率高于一年期定期存款



数据来源：公司报告，上海证券研究所

四、工商银行 SWOT 分析

优势	劣势
<ul style="list-style-type: none"> ■ 拥有广泛的物理网点和客户基础; ■ 稳定的存款来源, 资金来源稳定且成本较低; ■ 具有发展零售业务的天然禀赋, 包括众多的物理网点和客户资源; 且零售业务发展的基础较好, 零售业务利润占总利润占比较大; ■ 具备中间业务发展的优势, 包括提供更方面、更快捷的服务, 广泛强大的交易网络, 多样的产品种类, 便捷的网点基础等等; ■ 雄厚的资金资产实力使工行具备国际化发展的优势; ■ IT 建设等可享受规模经济的优势; ■ 稳健发展, 风控能力优良。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 规模增速相对其他中小银行较小; ■ 大型优质贷款客户利率较低, 且将面临优质客户金融脱媒危险; ■ 规模太大恐致效率不高
机会	挑战
<ul style="list-style-type: none"> ■ 零售业务具备较大的发展空间 ■ 中间业务仍将提升 ■ 通过并购和新设加大对国际的扩张 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 面临较激烈的竞争, 中小银行存贷款保持高速增长, 贷款、存款市场份额不断的下降; ■ 利率市场化挑战; ■ 系统重要型银行要求更高的资本金比例, 将限制传统业务发展空间。

资料来源: 上海证券研究所

五、风险因素

利率市场化将明显缩小银行的息差水平。利率市场化是未来发展的必然趋势。从美国和日本利率市场化后的情况看，银行都在利率市场化后，息差明显收窄，且破产银行数量大增。未来逐渐放开银行存款利率后将显著加大银行息差收窄风险。

紧缩政策包括非对称加息的风险。在未来紧缩周期下，准备金率的上调将加大银行流动性风险。同时，如果银行完全非对称的加息将会对银行的息差有负面的影响。

地方融资平台贷款和房地产贷款风险。截至 2010 年 3 季度末，工行的地方融资平台贷款为 8300 亿元，占总贷款余额的 12%。未来随着利率提高，还本付息压力下，地方融资平台贷款有形成不良贷款的风险。

表 4 地方融资平台贷款压力测试情况

		不良率				
	对 2011E 净利润	0.10%	0.50%	1.00%	2.00%	4.00%
计提	25.00%	0.10%	0.41%	0.82%	1.23%	3.36%
拨备	50.00%	0.16%	0.82%	1.23%	3.36%	6.95%
比例	75.00%	0.24%	1.23%	2.50%	5.13%	10.81%
	100.00%	0.33%	1.65%	3.36%	6.95%	14.95%

资料来源：上海证券研究所

截至 2010 年上半年末，工行的房地产相关贷款，包括房地产开发贷款和按揭贷款 1.54 万亿，占全部贷款余额的 24.25%。公司的开发贷款 5034 万亿，不良率为 1.12%。未来如果房地产价格下跌将对工行的经营有较明显的负面影响。

表 5 房地产贷款压力测试情况（假设 50%的拨备计提比例）

		按揭贷款不良率				
	对 2011E 净利润	0.40%	0.80%	1.20%	1.60%	2.00%
开发	1.00%	0.95%	1.81%	2.68%	3.57%	4.48%
贷款	2.00%	1.05%	1.91%	2.79%	3.68%	4.59%
不良	4.00%	1.26%	2.12%	3.00%	3.90%	4.81%
率	8.00%	1.68%	2.55%	3.44%	4.34%	5.26%

资料来源：上海证券研究所

表 6 房地产贷款压力测试情况（假设 100%的拨备计提比例）

		按揭贷款不良率				
--	--	---------	--	--	--	--

	对 2011E 净利润	0.40%	0.80%	1.20%	1.60%	2.00%
开发	1.00%	1.95%	3.68%	5.51%	7.41%	9.37%
贷款	2.00%	2.12%	3.94%	5.74%	7.64%	9.62%
不良	4.00%	2.55%	4.34%	6.19%	8.11%	10.11%
率	8.00%	3.41%	5.23%	7.12%	9.07%	11.10%

资料来源：上海证券研究所

六、盈利预测

5.1 息差 2011 年将有所回升

随着央行在 2010 年四季度加息，以及 2011 年信贷额度控制所造成的银行议价能力的显著提升，都有助于银行息差的回升。此外，公司加大中小企业信贷的投放，零售存款的活期化都有助于息差的提升。

在不考虑 11 年再次加息，利率市场化等情况，出于谨慎原则，我们预计 11 年、12 年的净息差将分别上升 8 个和 3 个基点，达到 2.49% 和 2.52%。

表 7 净息差有上升趋势

	2005	2006	2007	2008	2009	10H	10Q3	2010E	2011E	2012E
净息差(NIM)	2.55%	2.41%	2.80%	2.95%	2.26%	2.37%	2.41%	2.41%	2.49%	2.52%
净利差(Spread)	2.53%	2.32%	2.67%	2.80%	2.16%	2.28%	-	2.36%	2.39%	2.41%

数据来源：公司报告，上海证券研究所

5.2 规模仍将稳健增长

工商银行作为国有大型银行规模增长一直较为谨慎，我们预计公司未来仍将秉承稳健的作风，并保持稳健的货币信贷增速和资产的增速。

我们预计 10、11 年、12 年的的贷款增速分别为 15.3、13.0% 和 13.3%，资产增速分别为 14.5%、12.6% 和 13.0%。

图 24 工商银行规模增长预测

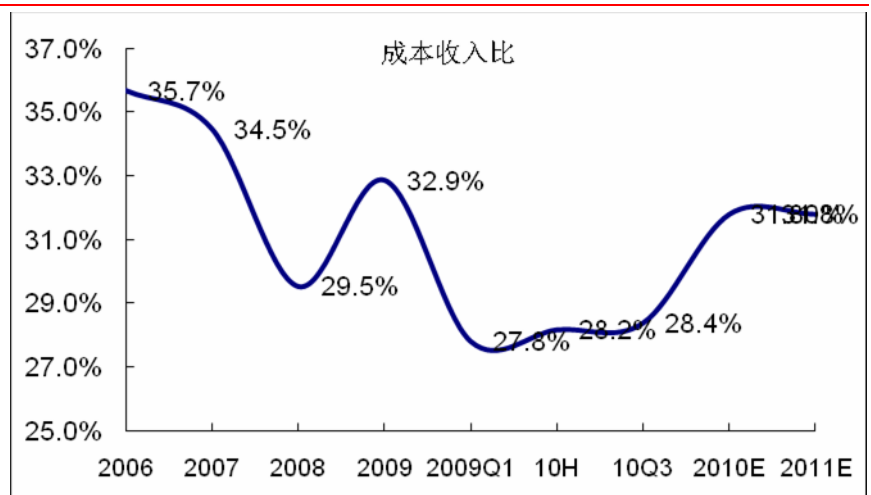


数据来源：公司报告，上海证券研究所

6.3 成本收入比

公司的成本收入较为稳定，维持在 30% 左右。在收入增长较快的 08 年，成本收入比下降至 28%，而在营业收入增长较慢的 09 年上升至 33%，但总体上仍处在改善通道中。

图 25 工商银行成本收入预测



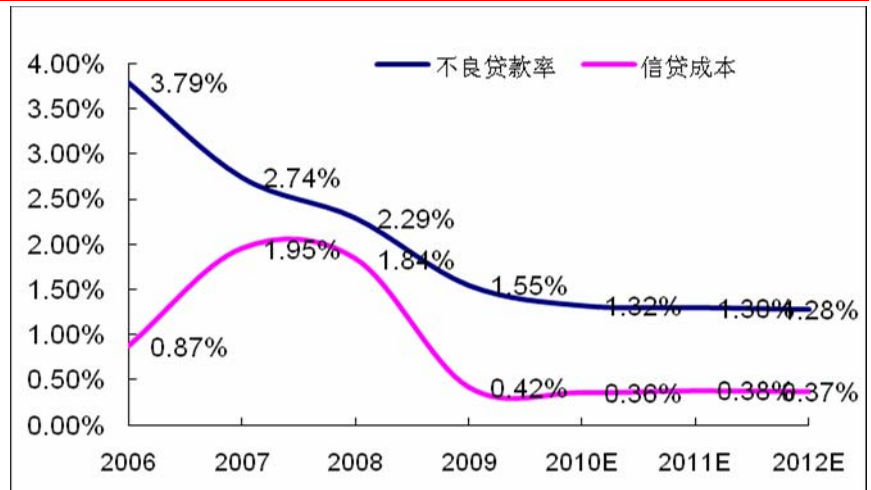
数据来源：公司报告，上海证券研究所

6.4 信贷成本的假设

截至 2010 年三季度，公司的拨贷比为 2.42%。按照监管要求，

系统重要银行拨贷比须在 2012 年达标。我们预计公司在 2012 年达标的问题不大，但未来拨贷比达到 2.5% 的要求，就相当于降低了新发放贷款的利润率，并抬高了信贷成本。预计公司 10、11、12 年的信贷成本分别为 0.36%、0.38%、0.37%。

图 26 工商银行信贷成本预测



数据来源：公司报告，上海证券研究所

6.5 盈利预测

基于以上的合理假设，我们预计公司 10 年、11 年和 12 年的每股 EPS 分别为 0.775 元、0.912 元和 1.107 元，对应的盈利增速为 26.2%、17.1% 和 16.0%。

表 8 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	2012E
营业收入	309,758	309,454	375,606	440,829	508,870
利息净收入	263,037	245,821	300,146	350,424	400,750
利息收入	440,574	405,878	495,575	578,589	661,683
减: 利息支出	177,537	160,057	195,429	228,165	260,933
手续费及佣金净收入	44,002	55,147	65,073	78,088	93,706
手续费及佣金收入	46,711	59,042	69,670	83,603	100,324
减: 手续费及佣金支出	2,709	3,895	4,596	5,515	6,618
投资净收益	3,348	9,904	11,390	13,098	15,063
公允价值变动净收益	-71	-101	-131	-171	-222
汇兑净收益	-851	-1,246	-872	-611	-427

其他业务净收益	293	-71	0	0	1
营业支出	166,227	143,460	163,682	192,780	221,090
营业税金及附加	18,765	18,157	22,038	25,865	29,858
管理费用	91,506	101,703	119,443	140,184	161,821
资产减值损失	55,528	23,219	22,201	26,731	29,411
其他业务成本	428	381	0	0	1
营业利润	143,531	165,994	211,924	248,049	287,780
加: 营业外收入	2,834	2,213	0	0	0
减: 营业外支出	1,064	959	0	0	0
利润总额	145,301	167,248	211,924	248,049	287,780
减: 所得税	34,150	37,898	48,743	57,051	66,189
净利润	111,151	129,350	163,182	190,998	221,591
减: 少数股东损益	385	751	947	1,109	1,287
归属于母公司所有者的净利润	110,766	128,599	162,234	189,889	220,304
总股本(百万股)	349,019	349,019	349,019	349,019	349,020
EPS(元)	0.317	0.368	0.465	0.544	0.631
BVPS(元)	1.810	1.931	2.407	2.815	3.289

数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

七、估值和投资建议

1、相对估值

结合国内市场相对估值来看, 目前银行股估值对应 2011 年的平均 PB 为 1.50 倍、PE 为 8.81 倍。工行的市净率目前的估值水平对应 2011 年 PB、PE 分别为 1.52 倍和 7.74 倍, 估值仍在合理投资区间之内。

表 9 国内上市银行相对估值比较表

股票名称	股票		3/3 股价	每股收益(元)			市盈率			每股净资产(元)			市净率		
	代码	货币		09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
深发展 A	000001 SZ	RMB	16.40	1.44	1.80	2.15	11.36	9.10	7.63	5.87	9.62	11.76	2.79	1.71	1.39
浦发银行	600000 SS	RMB	13.45	0.92	1.33	1.55	14.60	10.11	8.67	4.74	8.54	9.78	2.84	1.57	1.37
华夏银行	600015 SS	RMB	12.10	0.75	1.14	1.40	16.06	10.62	8.63	6.06	6.97	8.09	2.00	1.74	1.50
民生银行	600016 SS	RMB	5.29	0.45	0.63	0.78	11.68	8.41	6.78	3.30	3.74	4.28	1.61	1.42	1.24
招商银行	600036 SS	RMB	14.03	0.85	1.27	1.53	16.60	11.01	9.17	4.30	6.33	7.55	3.26	2.22	1.86
兴业银行	601166 SS	RMB	27.14	2.22	3.09	3.51	12.25	8.78	7.73	9.95	15.22	18.02	2.73	1.78	1.51
农业银行	601169 SS	RMB	2.67	0.20	0.27	0.32	13.34	9.91	8.27	1.06	1.68	1.88	2.53	1.59	1.42
交通银行	601328 SS	RMB	5.67	0.53	0.68	0.79	10.61	8.34	7.17	2.91	3.97	4.52	1.95	1.43	1.25
工商银行	601398 SS	RMB	4.30	0.37	0.47	0.56	11.67	9.13	7.74	1.93	2.41	2.83	2.23	1.78	1.52

光大银行	601939.SS	RMB	3.98	0.19	0.30	0.37	21.06	13.11	10.77	1.19	2.01	2.27	3.35	1.98	1.75
建设银行	601988.SS	RMB	4.94	0.43	0.53	0.63	11.57	9.33	7.85	2.22	3.00	3.47	2.22	1.65	1.42
中国银行	601998.SS	RMB	3.30	0.29	0.36	0.41	11.40	9.14	8.02	1.84	2.51	2.82	1.79	1.31	1.17
中信银行	601009.SS	RMB	5.55	0.37	0.53	0.65	15.13	10.38	8.58	2.63	3.18	3.70	2.11	1.74	1.50
宁波银行	002142.SS	RMB	13.40	0.51	0.76	0.93	26.51	17.72	14.37	3.38	5.50	6.25	3.97	2.44	2.15
南京银行	601009.SH	RMB	10.98	0.52	0.77	0.98	21.12	14.25	11.21	4.06	6.35	7.14	2.71	1.73	1.54
北京银行	601169.SH	RMB	12.07	0.90	1.19	1.44	13.34	10.13	8.39	6.03	6.98	8.13	2.00	1.73	1.48
大银行平均							11.72	9.17	7.81				2.14	1.55	1.36
中型银行平均							14.84	10.19	8.50				2.58	1.77	1.51
城商行平均							20.32	14.03	11.32				2.89	1.96	1.72
平均							14.89	10.59	8.81				2.50	1.74	1.50

数据来源：公司报告、上海证券研究所

*未考虑未完成的增发、配股

从国外上市银行来看，估值对应 11 年 PB 和 PE 分别为 1.45 倍和 10.82 倍。从市净率估值来看，基本和国内上市银行较为接近，而市盈率估值略高。

表 10 国外规模相近上市银行相对估值比较表

公司名称	币种	股价	市盈率			市净率		
			10A	11E	12E	10A	11E	12E
WELLS FARGO & CO	USD	31.55	12.52	11.12	8.87	1.41	1.30	1.18
US BANCORP	USD	26.85	15.79	12.58	10.32	1.87	1.69	1.52
BANCO SANTANDER SA	EUR	8.64	8.92	8.02	6.84	0.96	0.89	0.81
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTA	EUR	8.72	7.56	8.19	6.83	1.09	1.00	0.91
SBERBANK	RBY	102.84	17.30	8.49	7.33	2.35	1.97	1.66
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GRO	JPY	453.00	10.59	11.68	12.20	0.73	0.70	0.67
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	JPY	3070.00	7.29	7.47	10.34	0.86	0.80	0.76
UNICREDIT SPA	EUR	1.83	23.60	20.81	10.77	0.55	0.54	0.52
BNP PARIBAS	EUR	54.33	8.39	7.57	6.62	0.87	0.81	0.74
SOCIETE GENERALE	EUR	48.53	9.25	7.96	6.60	0.78	0.73	0.68
ROYAL BANK OF CANADA	CAD	56.94	16.08	13.32	11.85	2.37	2.11	1.88
TORONTO-DOMINION BANK	CAD	80.50	14.20	12.56	11.22	1.82	1.65	1.50
BANK OF NOVA SCOTIA	CAD	59.06	15.10	13.28	11.89	2.60	2.29	2.02
ITAU UNIBANCO HOLDING SA	BRL	36.33	12.37	10.46	9.11	2.88	2.42	2.04
BANCO BRADESCO SA-PREF	BRL	31.47	12.11	10.68	9.32	2.46	2.12	1.83
BANCO DO BRASIL S.A.	BRL	29.18	6.67	7.45	6.49	1.65	1.43	1.24
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRAL	AUD	52.11	13.84	12.29	11.26	2.31	2.04	1.81
WESTPAC BANKING CORP	AUD	23.11	10.82	11.15	10.43	1.81	1.63	1.47
AUST AND NZ BANKING GROUP	AUD	23.60	13.22	10.78	10.00	1.82	1.63	1.46
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	AUD	25.29	13.19	10.52	9.51	1.48	1.35	1.23
平均			12.44	10.82	9.39	1.64	1.45	1.30

数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

2、投资建议

工商银行是我国最大的银行，网点众多，客户资源丰富，且最具备未来业务转型以及发展零售银行的基础，未来国际化也将是工商银行具备花旗银行扩张的潜力。目前公司估值合理，我们审慎地给予工商银行 A 股的投资评级为：

未来六个月内， 大市同步。

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。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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，任何机构和个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。