

工商银行 (601398.SH) 银行业

评级: 持有 维持评级

业绩点评

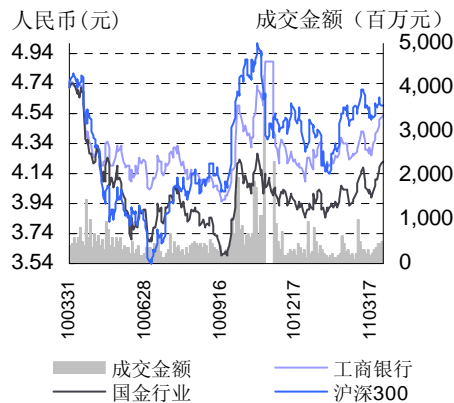
市价(人民币): 4.52元

年报点评 - 指标银行;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	262,224.50
流通港股(百万股)	86,794.04
总市值(百万元)	1,577,563.83
年内股价最高最低(元)	4.88/3.95
沪深 300 指数	3264.93
上证指数	2948.48



相关报告

1. 《3季报点评》, 2010.10.29
2. 《中行工行中期业绩比较》, 2010.8.27
3. 《存款增长快,息差弹性弱》, 2010.4.30

陈建刚 分析师 SAC 执业编号: S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

张英 分析师 SAC 执业编号: S1130511030018
(8621)61038295
zhangying@gjzq.com.cn

业绩简评

- 工商银行 2010 年实现归属母公司净利润 1651.6 亿元, EPS0.47 元, 同比增长 28.4%, 符合预期; 其中 4 季度单季实现净利润 382.3 亿, 环比 3 季度下降 10.7%。4 季度单季净利润环比下降的原因在于 4 季度成本费用支出和拨备计提的增加, 4 季度单季营业成本率为 36.6%, 较 3 季度提高 7.8 个百分点; 同时 4 季度计提拨备 101.7 亿, 较 3 季度增加 25.1%。

经营分析

- **贷款增长较好。**资产端, 10 年生息资产/贷款同比增长 14.2%/18.5%, 4 季度生息资产/贷款环比增长 0.38%/3.92%。在生息资产增速较为一般的情况下, 公司通过降低债券配置较好的完成了贷款增长。同时贷款结构上, 票据贷款继续被压缩, 10 年末票据占比 1.7%, 较年初降低了 4 个百分点, 为历史最低水平; 负债端, 计息负债/存款同比增长 13.7%/14.1%, 存贷比从年初的 57.1% 提高到 59.4%, 存贷比历史较低弊端明显改善。
- **息差反弹较快。**公司公布 10 年净息差 2.44%, 较年初提高了 18BP, 较中期上升 7BP, 目前公司息差已处于四大行的中等水平(好于中行的 2.07%, 与建行相差不大), 息差反弹幅度仅次于农行。4 季度息差反弹情况也较好, 我们测算 4 季度单季净息差 2.53%, 比 3 季度环比上升 8BP。
- **10 年末不良贷款实现双降, 拨备覆盖率达 228.2% (剔除一般准备), 为四大行中最高。**10 年末, 公司不良贷款比率 1.08%, 较年初下降 46BP, 不良贷款余额较年初下降 152.3 亿, 贷款质量较好。10 年下半年公司加大拨备计提力度, 年末拨备覆盖率 228.2%, 是四大行中最高, 全年信贷成本 0.45%。10 年底公司拨贷比 2.46%, 与 2.5% 的监管要求差距不大。

盈利调整

- 预计公司 2011/2012 年实现净利润 1994.4/2324.6 亿, 同比增长 20.8%/16.6%, 2011/2012EPS=0.57/0.67 元, 2011/2012BVPS=2.68/3.06 元, 2011/2012 拨贷比=2.58%/2.69%。

投资建议

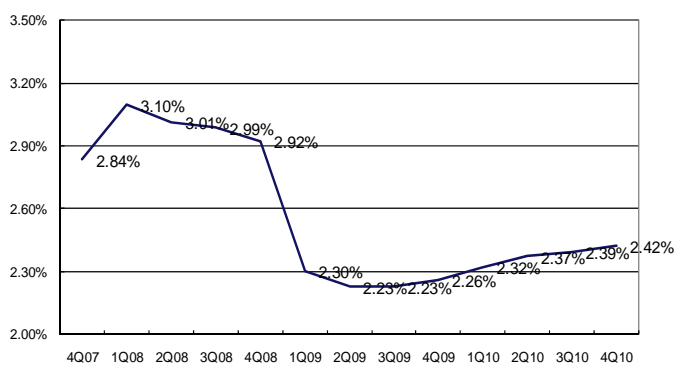
- 公司目前股价对应 1.69x11PB/7.9x11PE 和 1.48x12PB/6.8x12PE, 分红方案为 10 派 1.84 (分红率 38.9%), 目前股价对应的税后分红收益率为 3.7%, 长期分红收益率具备吸引力, 维持对公司的“持有”评级。

图表 1: 工商银行规模增长

同比增长	1Q09	1H09	3Q09	2009	1Q10	1H10	3Q10	2010
生息资产同比增长	21.31%	22.37%	24.92%	21.14%	14.31%	13.24%	14.88%	14.15%
贷款	22.53%	24.82%	26.25%	25.30%	16.40%	16.88%	17.76%	18.54%
其中企业贷款	#DIV/0!	20.88%	25.68%	26.43%	7.23%	6.96%	9.48%	14.13%
其中个人贷款	#DIV/0!	21.30%	33.81%	48.26%	51.76%	47.65%	41.82%	34.66%
投资	-5.09%	-2.42%	11.64%	18.07%	16.07%	19.50%	11.53%	3.70%
同业	72.58%	62.09%	42.53%	15.42%	7.84%	-1.05%	13.04%	19.55%
季度环比增长	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
生息资产环比增长	12.85%	4.23%	1.94%	1.03%	6.49%	3.26%	3.42%	0.38%
贷款	14.36%	4.48%	2.67%	2.60%	5.96%	4.84%	3.39%	3.29%
其中企业贷款	16.64%	3.14%	-0.11%	5.22%	-1.08%	2.88%	2.25%	9.69%
其中个人贷款	6.34%	11.97%	10.69%	12.49%	8.85%	8.93%	6.32%	6.81%
投资	-0.83%	3.09%	7.91%	7.03%	-2.51%	6.14%	0.71%	-0.49%
同业	30.16%	5.06%	-6.19%	-10.03%	21.61%	-3.59%	7.17%	-4.85%
同比增长	1Q09	1H09	3Q09	2009	1Q10	1H10	3Q10	2010
计息负债	20.96%	22.70%	25.96%	22.02%	14.78%	13.52%	14.77%	13.73%
存款	26.08%	26.45%	23.45%	18.68%	13.37%	13.63%	15.71%	14.06%
活期存款		30.58%	26.99%	24.96%	20.21%	15.59%	18.85%	16.56%
定期存款		28.49%	20.54%	12.81%	6.33%	6.01%	11.56%	10.55%
债券	-1.79%	-0.68%	111.47%	109.93%	111.76%	112.55%	27.62%	33.88%
同业	-12.74%	-3.40%	52.22%	59.42%	24.81%	9.03%	4.36%	9.17%
季度环比增长	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
计息负债	13.06%	4.97%	1.99%	0.81%	6.36%	3.82%	3.11%	-0.11%
存款	10.69%	4.60%	2.28%	0.21%	5.74%	4.84%	4.15%	-1.21%
债券	-0.86%	-0.37%	115.29%	-1.27%	0.00%	0.00%	29.27%	3.57%
同业	43.80%	8.77%	-4.71%	6.96%	12.58%	-4.98%	-8.79%	11.90%

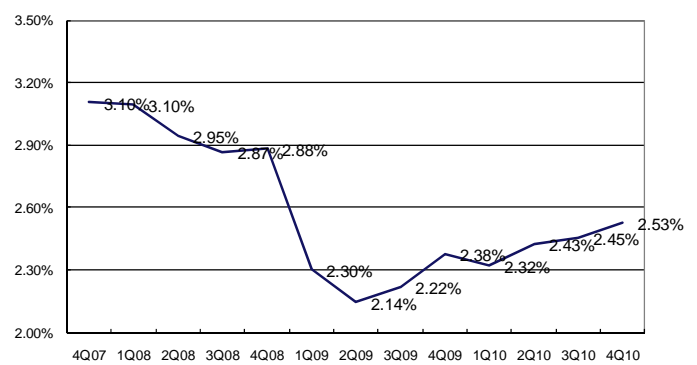
来源: 公司数据、国金证券研究所

图表 2: 工商银行循环净息差



来源: 公司数据, 国金证券研究所

图表 3: 工商银行单季净息差



图表 4: 工商银行资产质量

工商银行(601398.SH): 资产质量 (RMB 百万)							
	2007	1H08	2008	1H09	2009	1H10	2010
五级分类							
正常类	3,728,576	4,056,453	4,229,609	5,145,073	5,411,226	6,041,165	6,489,450
关注类	232,879	193,776	237,903	192,731	228,933	233,146	227,815
次级类	38,149	37,511	37,694	40,823	31,842	25,971	18,932
可疑类	62,042	55,883	55,641	48,577	43,413	42,003	41,765
损失类	11,583	11,742	11,147	9,265	13,212	12,099	12,544
不良贷款总额	111,774	105,136	104,482	98,665	88,467	80,073	73,241
增加额							
贷款总额	4,073,229	4,355,365	4,571,994	5,436,469	5,728,626	6,354,384	6,790,506
关注类占贷款比重	5.72%	4.45%	5.20%	3.55%	4.00%	3.67%	3.35%
次级占不良贷款比重	34.13%	35.68%	36.08%	41.38%	35.99%	32.43%	25.85%
可疑占不良贷款比重	55.51%	53.15%	53.25%	49.23%	49.07%	52.46%	57.02%
损失占不良贷款比重	10.36%	11.17%	10.67%	9.39%	14.93%	15.11%	17.13%
不良贷款率	2.74%	2.41%	2.29%	1.81%	1.54%	1.26%	1.08%
不良贷款准备	(115,687)	(122,047)	(135,983)	(136,353)	(145,452)	(151,990)	(167,134)
组合计提贷款准备	(56,743)	(68,566)	(81,590)	(89,787)	(99,952)	(110,723)	(125,834)
个别计提贷款准备	(58,944)	(53,481)	(54,393)	(46,566)	(45,500)	(41,267)	(41,300)
不良贷款覆盖率	103.50%	116.08%	130.15%	138.20%	164.41%	189.81%	228.20%
不良贷款覆盖率(剔除损	103.50%	116.08%	130.15%	138.20%	164.41%	189.81%	228.20%
不良贷款拨备	(37,406)	(18,315)	(36,512)	(9,248)	(21,682)	(9,743)	(27,888)
当期拨备/不良贷款	33.47%	17.42%	34.95%	9.37%	24.51%	24.34%	38.08%
当期拨备/贷款总额(风险)	0.97%	0.89%	0.84%	0.38%	0.42%	0.32%	0.45%
组合计提准备/(非不良贷	1.43%	1.61%	1.50%	1.68%	1.77%	1.76%	1.87%
个别计提准备/不良贷款	52.73%	50.87%	52.06%	47.20%	51.43%	51.54%	56.39%

来源: 公司数据、国金证券研究所

图表 5: 工商银行利润表预测
工商银行(601398.SH): 利润表

YE 31 Dec (RMB 百万)								
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
利息收入	240,202	272,941	357,287	440,574	405,878	462,762	573,492	668,661
利息支出	(86,599)	(109,823)	(132,822)	(177,537)	(160,057)	(159,013)	(192,977)	(222,233)
净利息收入	153,603	163,118	224,465	263,037	245,821	303,749	380,515	446,428
手续费及佣金净	10,546	16,344	34,384	44,002	55,147	72,840	84,975	99,486
其他非息收入	7,471	2,176	(4,187)	4,061	9,359	4,887	4,887	4,887
非利息净收入	18,017	18,520	30,197	48,063	64,506	77,727	89,862	104,373
营业收入	171,620	181,638	254,662	311,100	310,327	381,476	470,377	550,801
营业税金及附加	(9,419)	(11,419)	(14,511)	(18,765)	(18,157)	(21,484)	(25,680)	(29,958)
营业费用	(72,166)	(68,153)	(87,631)	(91,506)	(101,703)	(116,578)	(145,817)	(170,748)
营业支出	(81,585)	(79,572)	(102,142)	(110,271)	(119,860)	(138,062)	(171,497)	(200,706)
拨备前利润	90,035	102,066	152,520	200,829	190,467	243,414	298,880	350,095
拨备	(27,014)	(30,014)	(37,406)	(55,528)	(23,219)	(27,988)	(38,981)	(47,145)
税前利润	63,021	72,052	115,114	145,301	167,248	215,426	259,900	302,950
所得税	(25,007)	(22,185)	(33,124)	(34,150)	(37,898)	(49,401)	(59,408)	(69,264)
税率	39.68%	30.79%	28.77%	23.50%	22.66%	22.93%	23.00%	23.00%
少数股东权益	5	13	(734)	(385)	(751)	(869)	(1,049)	(1,223)
税后利润	38,019	49,880	81,256	110,766	128,599	165,156	199,443	232,463
净利润增长率	23.59%	31.20%	62.90%	36.32%	16.10%	28.43%	20.76%	16.56%
Per share data	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
股本, 期末 (mn)	248,000	334,019	334,019	334,019	334,019	349,019	349,019	349,019
每股拨备前利润	0.36	0.31	0.46	0.60	0.57	0.70	0.86	1.00
EPS(basic)	0.153	0.149	0.243	0.332	0.385	0.473	0.571	0.666
EPS(Diluted)								
BVPS	1.036	1.397	1.614	1.806	2.018	2.351	2.681	3.058
BVPS(Diluted)								

来源: 公司数据、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	3	7	11	25
买入	0	1	2	5	12
持有	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室