

银行业

赵君

010-88092288-3219

zhaojun69_393@hotmail.com

稳健增长彰显大行本色

——工商银行（601398）2007 年年报评述——

2008 年 3 月 27 日

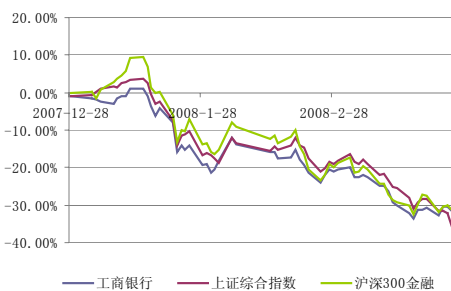
持有

公司基本资料(截止 2008/3/27)

总股本(亿股)	3340
流通 A 股(亿股)	120.65
近 12 月最高/最低价(元)	9/4.72
近 1 月绝对涨幅	-13.3%
近 1 月上证综指绝对涨幅	-20.7%
近 3 月绝对涨幅	-31.0%
近 3 月上证综指绝对涨幅	-35.2%
近一年内绝对涨幅	6%
近一年日均成交额(亿元)	17.62
近一年日均换手率	2.84%
上证综合指数	3411.49
目标价格区间	6.48

来源：西南证券研发中心，WIND 系统

近三个月相对指数表现



来源：西南证券研发中心，WIND 系统

相关研究

《工商银行（601398）：稳健的盈利能力与持续的成长性》2008/03/17

《心理压力多过实质影响——次级债危机对三大行的影响分析》2008/01/30

投资摘要：

- 2007 年工商银行总资产 86843 亿元，总负债 81400 亿元，分别增长 15.6%，15.7%。存贷款适度增长，其中贷款增长 12.2%；存款增长 9.0%，贷款比为 57%。规模注重稳健性增长，为银行持续发展、避免业绩大起大落夯实了基础。
- 贷款质量提高，不良贷款实现“双降”。信贷质量提高的主要原因是加强了不良贷款清收处置力度和加强了对存在一些潜在性风险因素的贷款的监控和处置力度，同时贷款结构向不良贷款率低的业务与行业调整，即不良贷款率低的个人贷款与不良贷款率低的行业占比增加。
- 拨备覆盖率达到 103.50%，比 2006 年大幅增加了 32.94 个百分点。从确保经营管理安全、防范风险角度出发，工商银行今后需要继续提取拨备，但提取压力缓解，这有利于提高银行盈利能力。
- 银行资本充足，2007 年资本充足率为 13.09%，核心资本充足率为 10.99%。如果按照目前的风险资产规模增长速度，以及没有出现重大的并购事件，预计工商银行 2008-2009 年内资本充足率仍能保持在 8% 的监管水平之上，不需要进行再融资。
- 2008 年 4 月 27 日工商银行面临 28.85 亿股的战略投资者配售上市解禁，届时流通 A 股将增加至 149.5 亿股，流通 A 股数增幅为 24%，如果工商银行股价高于其价值中枢，不排除解禁后战略投资者抛售股票、获利了结，股价短期内存在一定的解禁压力。综合考虑工商银行稳健的盈利能力与成长性，2008-2009 年预计 EPS 分别为 0.36 元和 0.52 元。对应于 18 倍 PE，目标价格为 6.48 元，2008 年 3 月 27 日市场价格为 5.61，与目标价格有所偏离，具备一定的投资空间，维持公司的“持有”评级。

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

一、规模稳健增长为银行持续发展夯实基础

2007年,工商银行总资产86843亿元,总负债81400亿元,分别较2006年增长15.6%,15.7%。在2007年境内金融机构普遍大力扩张信贷规模,贷款平均增速16.4%的背景下,工商银行没有盲目出击,坚持稳健的信贷经营方针,实现了存贷款的适度增长,其中贷款增长12.2%;存款增长9.0%,贷款比为57%。“天道亏盈而益谦”,规模的稳健性增长为银行持续发展、避免业绩大起大落夯实了基础。

从资产结构看,贷款净额占总资产比为45.6%,同比略下降1.5个百分点;证券投资净额占总资产比为35.8%,下降2.3个百分点;受央行2007年10次调高存款准备金率的影响,现金及存放央行款项占比为13.1%,上升3.7个百分点。

从负债结构看,客户存款是资金的主要来源,同比增长9%,占总负债比为84.7%,同比下降5.2个百分点。受资本市场活跃、第三方存管业务的发展和托管基金业务规模扩大的影响,同业及其他金融机构存入和拆入款项同比增长101%,占总负债比为9.9%,上升4.2个百分点。此外,卖出回购款项增长298%,占总负债比2.4%,上升1.7个百分点。

图1: 资产、负债规模稳健增长 (人民币百万元)

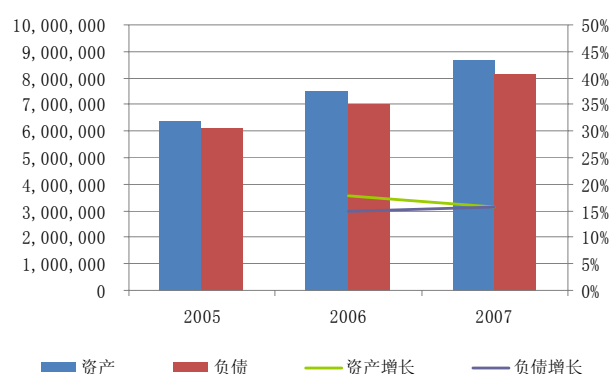


图2: 贷存比保持较低水平 (人民币百万元)

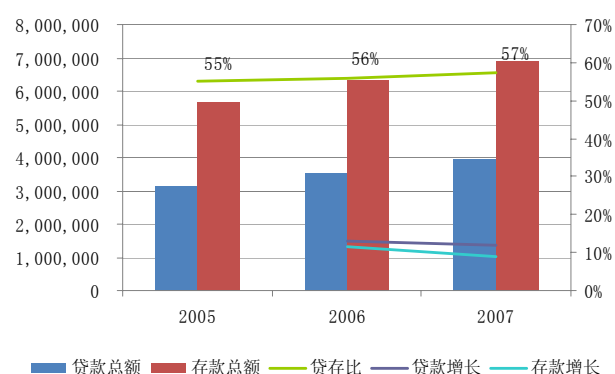


图3: 资产结构 (人民币百万元)

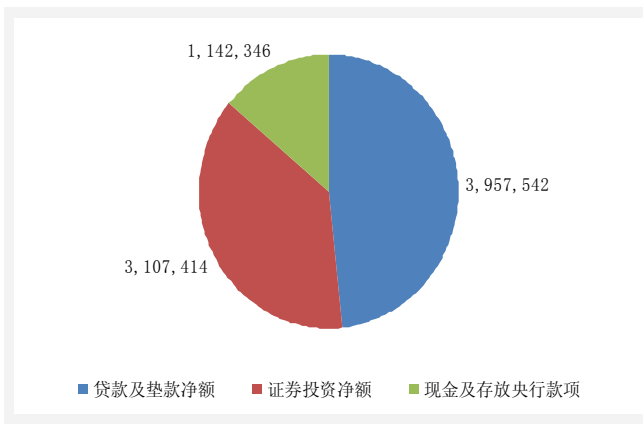
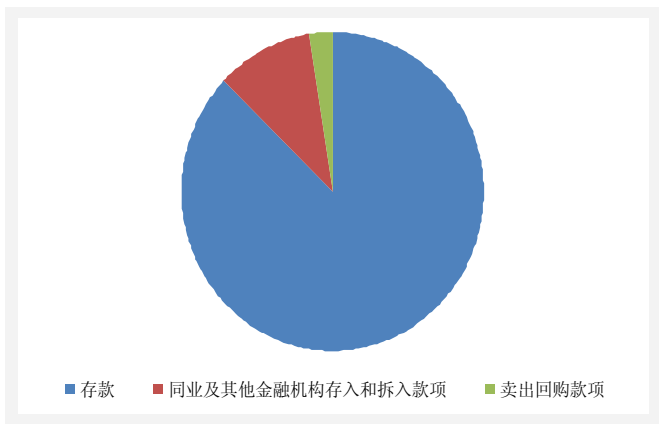


图4: 负债结构 (人民币百万元)

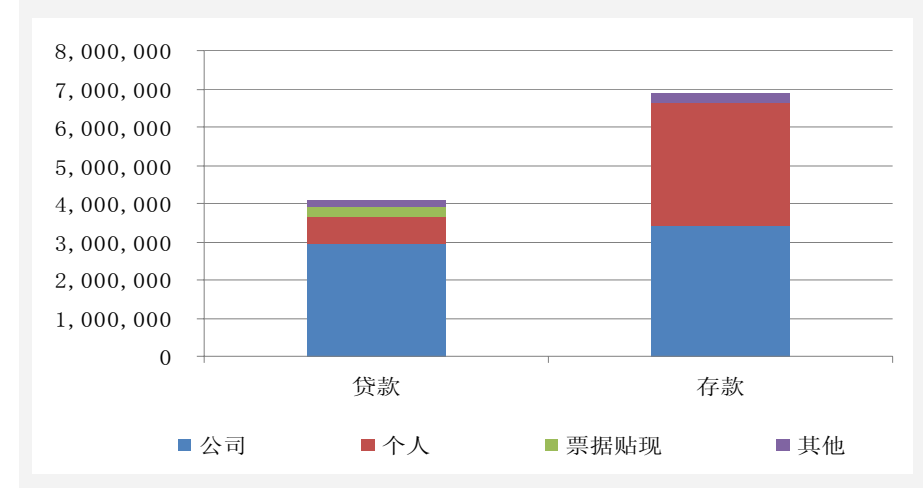


来源: 西南证券研究发展中心, 公司年报

贷款方面，公司类贷款占贷款比例增加至 71.6%，增加 1.9 个百分点；票据贴现占比减少至 6.2%，减少 5.1 个百分点；个人贷款占比增加至 18.4%，增加了 2.5 个百分点。公司类贷款上，工商银行顺应产业经济的变化进行了贷款投向的合理化调整。及时退出一批高污染、高耗能 and 产能过剩行业的低素质企业贷款，相应增加了对重点基础产业、现代制造业、新型服务业、自主创新、节能环保等领域的信贷投放，增加了小企业和消费信贷等高收益、战略性业务领域的信贷投放，其中小企业和消费信贷增量占到银行全部境内分行贷款增量的 55.2%。

存款方面，公司存款比 2006 年增加 5692 亿元，增长 20.1%，占总存款比提高至 49.3%，增加 4.5 个百分点；个人存款比 2006 年减少 504 亿元，下降 1.5%，占总存款比为 47.0%，减少 5.1 个百分点。个人存款减少主要原因是银行引导个人客户合理配置个人金融资产，2007 年销售个人理财产品 11,187 亿元，增长 182.4%，个人存款部分转化为同业及其他金融机构存款；另一方面是资本市场活跃对个人存款的分流。

图 5：存贷款来源结构 (人民币百万元)



来源：西南证券研究发展中心，公司年报

二、信贷质量进一步提高，资本充足

2007 年工商银行贷款质量进一步提高，正常类贷款（包括正常贷款与关注贷款）余额 39,614.55 亿元，占总贷款的比例为 97.26%，比 2006 年提高 1.05 个百分点。不良贷款实现“双降”，不良贷款余额 1117.74 亿元，减少 259.71 亿元；不良贷款率 2.74%，下降 1.05 个百分点。

图 6：贷款五级分类分布

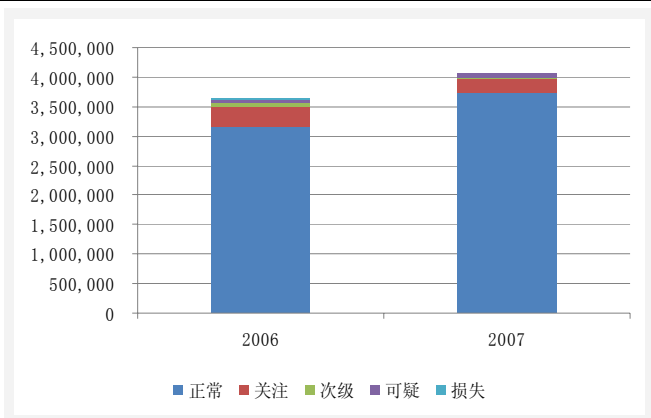
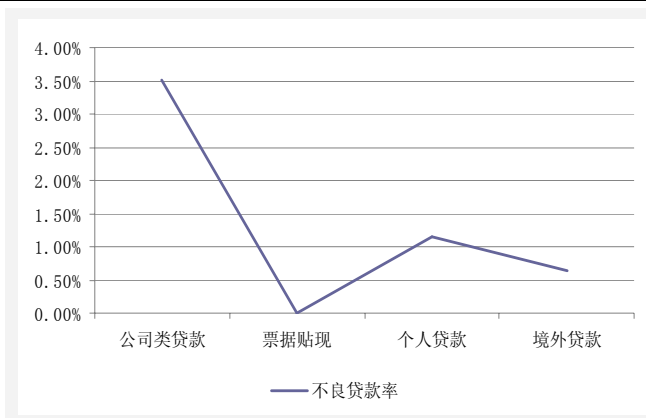


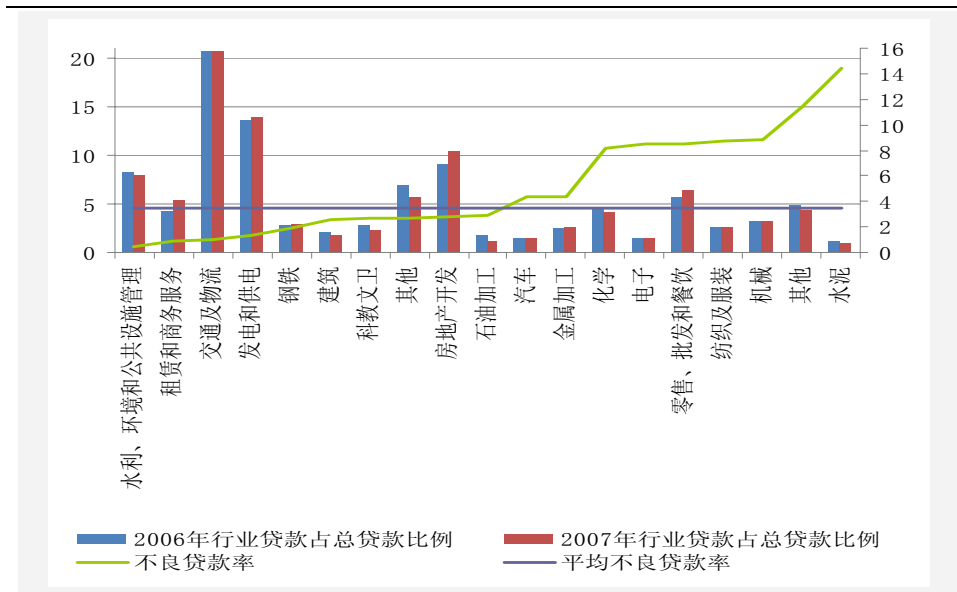
图 7：按业务类型划分的不良贷款率结构



来源：西南证券研究发展中心，公司年报

信贷质量提高的主要原因是一方面加强了不良贷款清收处置力度和加强了对存在一些潜在性风险因素的贷款的监控和处置力度，另一方面是贷款结构朝向不良贷款率低的业务与行业调整，即不良贷款率低的个人贷款与不良贷款率低的行业占比增加。其中个人贷款占总贷款比例增加了 2.5 个百分点，不良贷款率低于平均不良贷款率的行业的贷款占公司贷款比例增加了 0.2 个百分点。

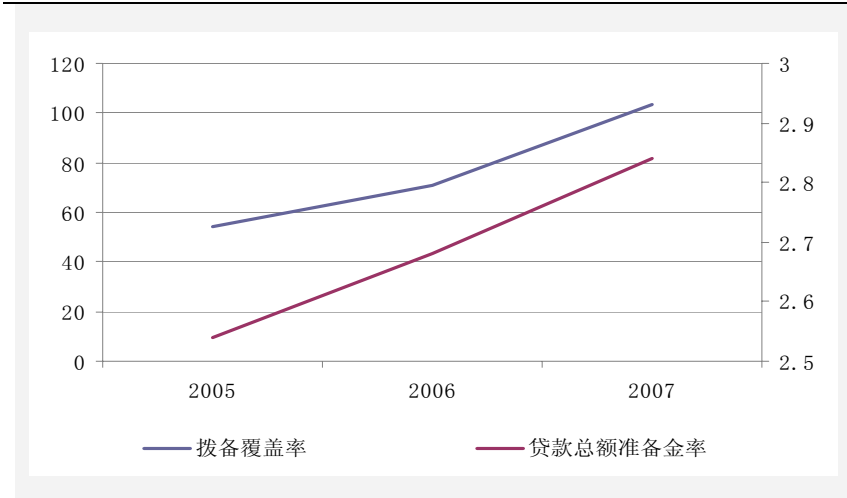
图 8：贷款结构向不良贷款率低的行业调整 (%)



来源：西南证券研究发展中心，公司年报

2007 年工商银行继续大力提取拨备，拨备覆盖率达到 103.50%，同比大幅增加 32.94 个百分点，贷款总额准备金率达到 2.84%，同比增加 0.16 个百分点。从确保经营管理安全、防范风险角度出发，工商银行今后需要继续提取拨备，但提取压力缓解，这将有利于提高银行的盈利能力。

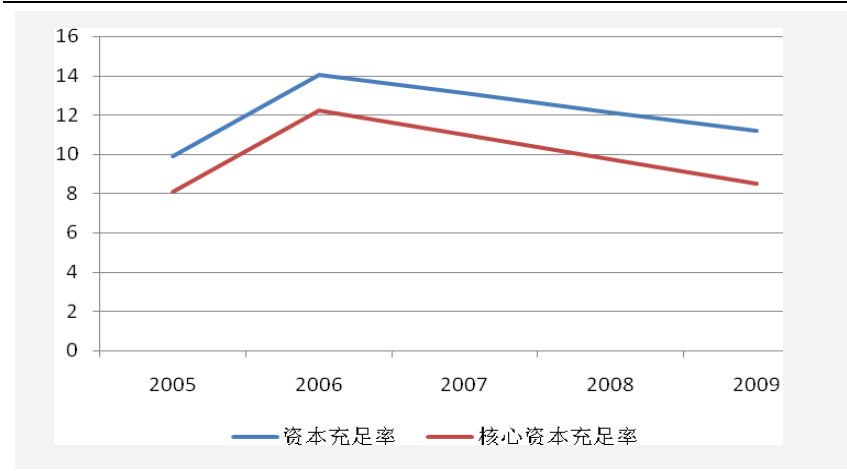
图 9：拨备覆盖率大幅提高，拨备压力减轻



来源：西南证券研究发展中心，公司年报

银行资本充足，2007 年资本充足率为 13.09%，核心资本充足率为 10.99%。如果按照目前的风险资产规模增长速度，以及没有出现重大的并购事件，预计工商银行 2008-2009 年内资本充足率仍然能够保持在 8% 的监管水平之上，不需要进行再融资。

图 10：银行资本充足，足以支持其未来两年的内生发展



来源：西南证券研究发展中心，公司年报

三、受益于资产业务结构优化、升息以及中间业务发展，盈利能力增强

2007 年，工商银行实现净利润 819.9 亿元，同比增长 65.9%，2003 年以来的年复合增长率超过 38%。其中利息净收入增长 37.3%，占营业收入的 88.3%；非利息收入增长 73.0%，占营业收入的 11.7%，提高 2.2 个百分点。

杜邦分析	2005	2006	2007	2008E	2009E
ROE	14.6%	10.5%	15.1%	19.6%	23.2%
ROA	0.66%	0.71%	1.01%	1.18%	1.39%
银行利润率	23.3%	27.4%	32.3%	34.7%	35.9%
净利润/经营活动现金净流量	10.2%	12.9%	27.7%	35.9%	46.9%
经营活动现金净流量/营业收入	228.8%	211.5%	116.5%	96.7%	76.6%
利息净收入/营业收入	91.3%	90.5%	88.3%	84.4%	80.4%
非利息净收入/营业收入	8.7%	9.5%	11.7%	15.6%	19.6%
营业税金及附加/营业收入	5.9%	6.3%	5.7%	5.8%	6.0%
业务及管理费/营业收入	37.4%	35.7%	34.5%	33.9%	33.2%
资产减值损失/营业收入	17.0%	17.8%	14.7%	13.7%	12.7%
所得税费用/营业利润	39.8%	31.0%	28.8%	25.0%	25.0%
营业收入/总资产	2.5%	2.4%	2.9%	3.5%	3.9%
权益乘数	24.82	15.92	15.96	16.33	16.37

来源：西南证券研究发展中心，公司年报

在传统的存贷款业务获取利差上，工商银行努力优化资产业务结构，提高资产收益率，同时优化存款结构，保持存款付息率在利率上升周期里仅出现小幅增长，从而使得银行资产负债业务的盈利能力明显提高。净利息差和净利息收益率分别为 2.67% 和 2.80%，比 2006 年分别上升 35 个基点和 39 个基点。由于利差的扩大对利润增加的影响有时滞性，因此预计利息上调导致的盈利提高将在 2008 年充分表现出来。

图 11：生息资产收益率增幅大于计息负债付息率增幅

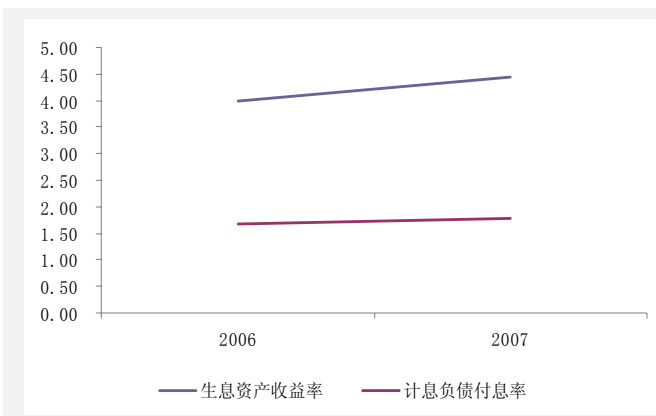
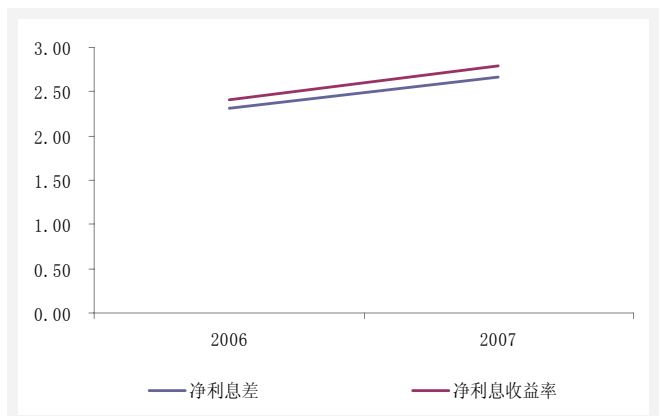


图 12：净利息差、净利息收益率提高

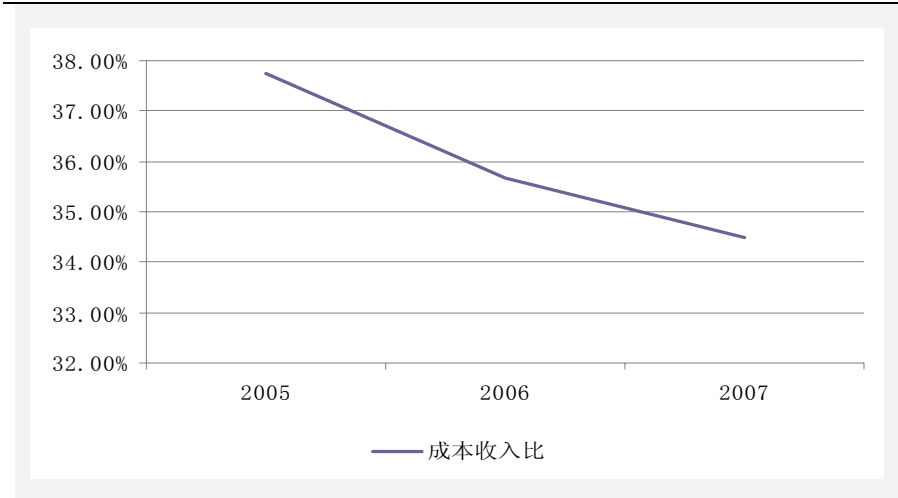


来源：西南证券研究发展中心，公司年报

2007 年工商银行中间业务扩张迅速，包括理财业务、信托及其他托管业务等资产管理相关业务收入以及电子银行业务收入快速增长。手续费及佣金净收入 343.84 亿元，增长 110.4%，占营业收入的 13.53%，提高 4.49 个百分点。

成本控制上取得一定成效，成本收入比为 34.48%，下降 1.2 个百分点。

图 13：成本收入比下降



来源：西南证券研究发展中心，公司年报

四、估值与定价

2006年10月27日工商银行首次发行A股，向战略投资者定向配售57.6922亿股，发行价为3.12元/股。战略投资者定向配售股票分两批上市流通，第一批28.8461亿股已于2007年10月29日解禁，使得流通A股增加至120.65亿股，流通A股数增幅为31%。由于当时投资者对工商银行价值的乐观估计，以及整体市场限售股解禁压力不大，该次解禁没有对工商银行股价产生大的负面影响。2007年10月29日工商银行收盘价为8.17元/股，较解禁前一日涨幅为7.22%；解禁日后一周收益率为13.5%，一周相对收益率为9.6%（相对上证综指），解禁后一个月收益率为2.2%，一个月相对收益率为13.1%（相对上证综指）。

第二批战略投资者定向配售股票28.8461亿股将于2008年4月27日解禁，届时流通A股将增加至149.5亿股，流通A股数增幅为24%。在目前投资者普遍对限售股解禁表示担忧的市场氛围中，如果工商银行股价高于价值中枢，不排除解禁后战略投资者抛售股票、获利了结，股价短期内存在一定的解禁压力。

综合考虑工商银行稳健的盈利能力与成长性，2008-2009年预计EPS分别为0.36元和0.52元。对应于18倍PE，目标价格为6.48元，2008年3月27日工商银行价格为5.61元与目标价格有所偏离，具备一定的投资空间，维持公司的“持有”评级。

附录

表 1：资产负债简表

资产负债简表	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31E	2008-12-31E	2009-12-31E
现金及存拆放款项	683,498	910,163	1,380,000	1,896,392	2,427,147
贷款总额	3,131,096	3,533,978	4,001,440	4,521,627	5,109,438
交易与投资资产	2,404,913	2,910,749	3,249,156	3,898,987	4,678,785
固定资产与其他资产	157,415	156,298	181,987	211,105	244,882
资产总额	6,376,922	7,511,188	8,812,583	10,528,111	12,460,252
存拆入和对央行负债	231,434	400,318	790,000	1,422,000	2,133,000
存款总额	5,671,854	6,326,390	7,160,000	8,090,800	9,142,604
其他负债	216,687	312,676	324,812	357,293	393,023
负债合计	6,119,975	7,039,384	8,274,812	9,870,093	11,668,627
股东权益	256,947	471,804	537,771	658,017	791,625
负债与权益合计	6,376,922	7,511,188	8,812,583	10,528,111	12,460,252

表 2：利润表

利润表	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31E	2008-12-31E	2009-12-31E
营业收入	162,378	178,889	248,256	336,487	468,404
利息净收入	147,993	163,118	217,201	278,077	355,487
利息收入	234,592	272,941	348,712	435,890	544,863
利息支出	(86,599)	(109,823)	(131,511)	(157,813)	(189,376)
手续费及佣金净收入	10,546	16,344	33,700	62,210	113,917
手续费及佣金收入	12,376	18,529	36,519	65,734	118,322
手续费及佣金支出	(1,830)	(2,185)	(2,819)	(3,524)	(4,405)
投资收益	387	43	1,770	1,500	1,000
公允价值变动收益			(632)	(300)	
汇兑收益	(2,209)	(2,418)	(4,186)	(6,000)	(3,000)
其他业务收入	5,661	1,802	403	1,000	1,000
营业支出	(97,726)	(108,077)	(124,469)	(174,819)	(237,164)
营业税金及附加	(9,419)	(11,419)	(14,142)	(20,189)	(28,104)
业务及管理费	(61,293)	(64,469)	(77,774)	(111,041)	(154,573)
资产减值损失	(27,014)	(32,189)	(31,051)	(43,589)	(54,486)
其他业务成本			(1,502)		
营业利润	64,652	70,812	123,787	161,668	231,240
营业外收入	3,274	2,244	1,528	2,000	2,000
营业外支出	(5,050)	(1,535)	(13,700)	(1,300)	(1,300)
利润总额	62,876	71,521	111,615	162,368	231,940
所得税费用	(25,007)	(22,185)	(33,485)	(40,592)	(57,985)
净利润	37,869	49,336	78,131	121,776	173,955
总股本	248,000	334,019	334,019	334,019	334,019
每股收益	0.15	0.15	0.23	0.36	0.52

来源：西南证券研究发展中心

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估，未来6月内有30%的涨幅
	增持	股价明显被低估，未来6月内有15%的涨幅
	持有	股价定位合理，未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理，未来6月内股价波动在5% -- -10%之间
	卖出	股价被高估，未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估，未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座4层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>