



2013年8月30日
市场焦点
评级: 买入
目标价: 6.91 港元

H-股股价 (港元)	5.06
预测股价上升空间	36.56%
预测股息率	6.44%
预测总投资回报	43.00%

最近评级&目标价 买入; 6.91 港元
日期 2013年8月2日

研究员: 欧宇恒
电话: (852) 2147 8802
邮件: johannesau@abci.com.hk

主要数据

52 周高/低价(港元)	6.00/4.05
发行股数 (百万)	349,620
H-股(百万)	86,795
A-股(百万)	262,855
市值	
H-股(百万港元)	439,178
A-股(百万港元)	1,288,995
3 个月日均成交额(百万港元)	1,625.91
主要股东 (%):	
汇金	35.5

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

2013 年上半年税前收入组成 (%)

批发银行	49.18
零售银行	29.34
金融市场业务	20.73
其他	1.11

来源: 公司, 农银国际证券

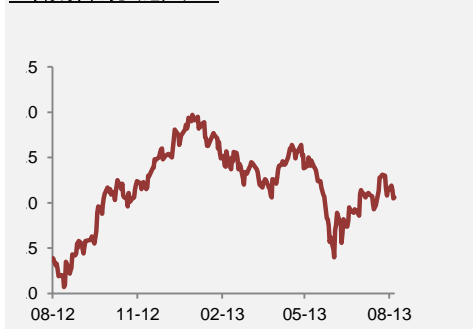
股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	(0.2)	1.3
3 个月	(6.7)	(2.5)
6 个月	(6.5)	(1.9)

*相对于恒指

来源: 彭博, 农银国际证券

1 年股价表现 (港元)



来源: 彭博

工商银行 (1398 HK)

心态谨慎, 策略积极; 维持“买入” 评级

- 2 季度, 工行的收入符合我们预期, 但是得益于低拨备, 净利润超过预期 12%
- 利率自由化背景下, 管理层相信中小企业和小微业务的发展对银行的成功至关重要。我们预期工行未来也会将目光聚焦在这一领域
- 上半年的资产质量显示集团之前设立的不良贷款率的目标过于保守。我们预期未来几个季度不良贷款率将保持在 1% 以下
- 工行认为理财产品业务存在巨大的机会。该股目前 2013 年预测市账率为 1.09 倍。一贯审慎的作风, 领先的分销网络和业务的多元化, 这三大因素令我们看好工行。现价较我们目标价 6.91 港元有 36.6% 的上升空间, 重申“买入”

业绩靓丽, 超市场预期。工行公布 2 季度的净利润达到 691.25 亿元(人民币,下同), 同时超越市场和我们的预期。其中, 比市场预测值高 6%, 比我们的预测值高 12%。期内收入的同比增速 10.5% 与我们的预期一致, 但净息差比我们预测值低 11 个基点或比 1 季度低 18 个基点, 为 2.48%; 而在投资银行、结算与清算和银行卡手续费业务的推动下, 非利息收入的增长超过我们预测值 15.8%。此外, 2 季度的贷款拨备比 1 季度低 19.5%。上半年, 工行的贷款拨备率被控制在 2.5% 的水平。

应对利率自由化的新战略。虽然 2 季度净息差的缩窄主要是由于贷款重定价, 但工行管理层表示利率自由化将给净息差走势带来持续的压力。与我们的观点一致, 管理层认为竞争将会以理性的方式进行 - 银行不大可能不计代价的大幅提高存款利率。管理层相信, 利率自由化将促使银行将资源向中小企业和小微业务倾斜, 这一业务的发展决定银行的成败。因此, 工行未来也将目光聚焦在这一领域。

对资产质量的预期过于保守。2013 年初, 工行管理层预计其不良贷款率在 2013 年底将上升至 1.2%。但在见到下述数据后, 我们预期下半年的不良贷款率将保持在 1% 以下 - 2 季度不良贷款率和 1 季度持平为 0.87%; 关注类贷款按季下降 3%; 上半年的逾期贷款率比去年下半年仅轻微上升 2 个基点。管理层表示资产质量前景仍然稳定。2 季度新的不良贷款主要来自长三角地区, 但一些制造业的资产质量已经从 2 季度开始出现改善。

理财产品的巨大潜力。虽然市场对银行理财产品业务带来的风险保持谨慎的态度, 但是依托于高标准的风险管理体制, 工行认为理财产品业务存在巨大的机会。上半年, 工行理财产品余额比去年下半年增长了 20%, 而且这其中仅有 33.9% 是和非标准投资工具相关。一贯审慎的作风, 领先的分销网络和业务的多元化, 这三大因素令我们看好工行。该股目前 2013 年预测市账率为 1.09 倍, 现价较我们目标价 6.91 港元有 36.6% 的上升空间, 因此, 重申“买入” 评级。

风险因素: 1) 资产质量急剧恶化; 2) 利率自由化所引发的存款争夺战; 3) 来自非银行金融机构的冲击上升。

业绩和估值

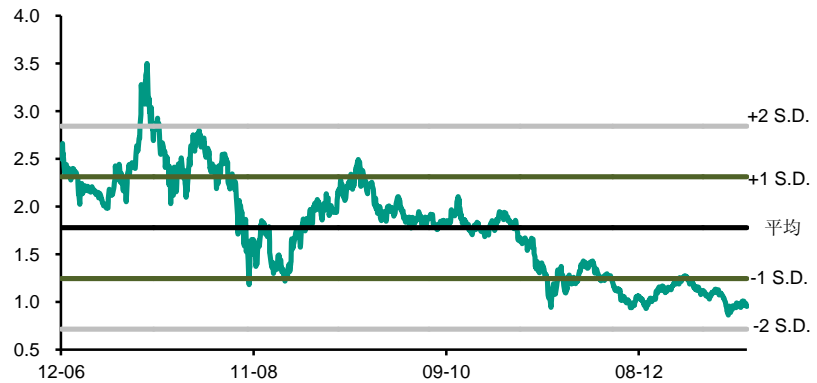
财年截至31/12	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入 (百万元人民币)	470,601	529,720	592,147	666,794	728,130
同比变化(%)	23.6	12.6	11.8	12.6	9.2
净利润 (百万元)	208,265	238,532	260,511	294,667	316,968
同比变化(%)	26.1	14.5	9.2	13.1	7.6
每股盈利 (元)	0.60	0.68	0.75	0.84	0.91
同比变化(%)	21.1	14.5	9.2	13.1	7.6
每股净资产 (元)	2.74	3.22	3.70	4.24	4.35
同比变化(%)	16.6	17.4	14.9	14.7	2.5
市盈率 (倍)	-	5.92	5.42	4.80	4.46
市账率 (倍)	-	1.26	1.09	0.95	0.93
资产回报率 (%)	23.4	22.9	21.5	21.2	21.1
股本回报率 (%)	1.44	1.44	1.40	1.40	1.36
每股股息(元)	0.20	0.24	0.26	0.29	0.32
股息收益率 (%)	-	5.90	6.44	7.29	7.84

来源: 彭博, 农银国际证券预测

图表 1: 工商银行季度利润表

(人民币百万)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13E	2Q13A	实际比 较预测	同比 (%)	环比 (%)
净息差	不适用	不适用	2.69	2.63	2.66	2.59	2.48	(0.11)	不适用	(0.18)
净利息收入	98,816	105,242	107,311	106,459	106,717	113,501	109,172	(3.81)	3.73	2.30
非利息收入	31,249	27,521	23,601	29,521	38,026	32,425	37,561	15.84	36.48	(1.22)
总收入	130,065	132,763	130,912	135,980	144,743	145,926	146,733	0.55	10.52	1.37
运营成本	(40,703)	(43,828)	(45,697)	(59,712)	(44,829)	(49,226)	(46,920)	(4.68)	7.05	4.66
拨备前运营利润	89,362	88,935	85,215	76,268	99,914	96,700	99,813	3.22	12.23	(0.10)
贷款减值损失	(10,148)	(9,089)	(6,222)	(8,286)	(12,152)	(13,482)	(9,789)	(27.39)	7.70	(19.45)
税前利润	79,828	80,384	79,628	68,847	88,338	84,116	90,024	7.02	11.99	1.91
税费	(18,456)	(18,515)	(17,158)	(15,867)	(19,525)	(20,187)	(20,839)	3.23	12.55	6.73
少数股东权益	(37)	(44)	(28)	(50)	(70)	(19)	(60)	212.52	36.36	(14.29)
净利润	61,335	61,825	62,442	52,930	68,743	63,910	69,125	8.16	11.81	0.56

来源:公司, 农银国际证券预测

图表 2: 工商银行市帐率走势图 (12/2006- 8/2013)


来源:公司, 彭博, 农银国际证券预测



综合利润表(2011A-2015E)

财年截至31/12(人民币百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入	362,764	417,828	468,549	528,755	590,091
非利息收入	107,837	111,892	123,598	138,038	138,038
其中：手续费和佣金收入	101,550	106,064	117,619	132,012	132,012
运营收入	470,601	529,720	592,147	666,794	728,130
运营成本	(156,160)	(174,944)	(197,052)	(220,884)	(247,531)
摊销	(13,453)	(14,996)	(16,709)	(18,474)	(20,267)
拨备前运营利润	300,988	339,780	378,386	427,436	460,332
贷款减值损失	(31,121)	(33,745)	(42,724)	(47,653)	(51,586)
运营利润	269,867	306,035	335,662	379,783	408,746
非运营利润	2,444	2,652	2,891	3,151	3,151
税前利润	272,311	308,687	338,553	382,934	411,897
税费	(63,866)	(69,996)	(77,867)	(88,075)	(94,736)
少数股东权益	(180)	(159)	(175)	(192)	(192)
净利润	208,265	238,532	260,511	294,667	316,968
增长率 (%)					
净利息收入	19.4	15.2	12.1	12.8	11.6
非利息收入	40.0	3.8	10.5	11.7	0.0
其中：手续费和佣金收入	39.4	4.4	10.9	12.2	0.0
运营收入	23.6	12.6	11.8	12.6	9.2
运营成本	22.6	12.0	12.6	12.1	12.1
摊销	10.7	11.5	11.4	10.6	9.7
拨备前运营利润	24.8	12.9	11.4	13.0	7.7
贷款减值损失	11.2	8.4	26.6	11.5	8.3
运营利润	26.5	13.4	9.7	13.1	7.6
非运营利润	13.9	8.5	9.0	9.0	0.0
税前利润	26.4	13.4	9.7	13.1	7.6
税费	29.3	9.6	11.2	13.1	7.6
少数股东权益	(79.3)	(11.7)	10.0	10.0	10.0
净利润	26.1	14.5	9.2	13.1	7.6
每股数据 (人民币元)					
每股盈利	0.60	0.68	0.75	0.84	0.91
每股净资产	2.74	3.22	3.70	4.24	4.35
每股派息	0.20	0.24	0.26	0.29	0.32
主要比率 (%)					
净利息收益率	2.61	2.66	2.62	2.63	2.63
净息差	2.49	2.49	2.41	2.38	2.39
成本收入比	33.2	33.0	33.3	33.1	34.0
平均资产回报率	1.44	1.44	1.40	1.40	1.36
平均股本回报率	23.4	22.9	21.5	21.2	21.1
实际税率	23.5	22.7	23.0	23.0	23.0
派息比率	34.0	35.0	35.0	35.0	35.0

来源：公司，农银国际证券估测



综合资产负债表(2011A-2015E)

财年截至31/12(人民币百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金及等价物	2,762,156	3,174,943	3,750,524	4,350,933	4,884,507
存放或拆放同业及其他金融机构款项	810,287	1,181,029	1,522,609	1,882,022	2,278,793
投资	3,915,902	4,083,887	4,389,496	4,677,791	4,958,922
垫款净额	7,594,019	8,583,289	9,568,681	10,644,603	11,777,365
总生息资产	15,082,364	17,023,148	19,231,310	21,555,349	23,899,587
物业及设备	119,028	135,889	156,272	178,150	203,092
其他非生息资产	275,476	383,180	413,151	437,700	459,586
总资产	15,476,868	17,542,217	19,800,733	22,171,200	24,562,265
客户存款	12,261,219	13,642,910	15,109,110	16,934,259	19,054,235
同业及其他金融机构存放款项	1,341,290	1,486,805	1,635,486	1,799,034	1,978,937
次级债务	204,161	232,186	260,048	291,254	326,205
总计息负债	13,848,096	15,399,910	17,043,793	19,065,654	21,402,539
当期所得税负债	51,535	56,922	68,306	81,968	98,361
递延所得税负债	103	552	635	730	840
其他负债	619,311	956,374	1,391,420	1,536,123	1,536,197
总负债	14,519,045	16,413,758	18,504,153	20,684,475	23,037,936
股本	349,084	349,620	349,620	349,620	349,620
一般准备	607,658	775,377	943,324	1,133,289	1,170,701
少数股东权益	1,081	3,462	3,635	3,817	4,008
股东权益合计	957,823	1,128,459	1,296,579	1,486,726	1,524,328
增长率 (%)					
现金及等价物	21.0	14.9	18.1	16.0	12.3
存放或拆放同业及其他金融机构款项	58.5	45.8	28.9	23.6	21.1
投资	4.9	4.3	7.5	6.6	6.0
垫款净额	14.7	13.0	11.5	11.2	10.6
总生息资产	14.7	12.9	13.0	12.1	10.9
总资产	15.0	13.3	12.9	12.0	10.8
客户存款	10.0	11.3	10.7	12.1	12.5
同业及其他金融机构存放款项	28.0	10.8	10.0	10.0	10.0
次级债务	99.6	13.7	12.0	12.0	12.0
总计息负债	12.5	11.2	10.7	11.9	12.3
总负债	14.9	13.0	12.7	11.8	11.4
股东权益合计	16.6	17.8	14.9	14.7	2.5
主要比率 (%)					
贷存比	63.5	64.5	65.0	64.6	63.6
核心资本充足率	10.1	10.6	9.9	10.0	9.0
总资本充足率	13.2	13.7	12.9	12.9	12.0
不良贷款率	0.94	0.85	1.00	1.10	1.16
不良贷款增长	(0.3)	2.1	31.1	22.8	16.9
净坏账支出比	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
贷款拨备率	2.5	2.5	2.6	2.7	2.8
拨备覆盖率	266.9	295.5	261.3	246.0	241.6

来源: 公司, 农银国际证券估测



权益披露

分析员，欧宇恒，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或任何其他形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司
电话：(852) 2868 2183