

現價：HK\$4.95

潜在上升空間：+23.2%

目標價：HK\$6.10→

銀行業

## 工商銀行 (1398.HK)

### 盈利符合預期，單季不良生成環比放緩

落后

同步

**领先**

#### 公司估值表

億元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主營收入	5,896	6,589	6,914	7,180	7,731
營業利潤	3,370	3,596	3,616	3,698	4,020
淨利潤	2,626	2,758	2,771	2,846	3,093
同比增長	10.1%	5.0%	0.48%	2.68%	8.7%
每股收益(元)	0.75	0.78	0.78	0.80	0.87
同比增長	9.6%	4.4%	-0.3%	2.7%	8.7%
PE	5.43	5.20	5.22	5.08	4.68
PB	1.12	0.93	0.82	0.74	0.67
每股派息	0.26	0.27	0.27	0.32	0.35
股息率	6.45%	6.73%	6.71%	7.87%	8.55%

資料來源：公司、交銀國際

● **盈利符合預期。**2015年前3季度，工行實現歸屬母公司股東淨利潤2217.6億元，同比增長0.59%，增速較上半年基本持平；每股收益0.63元；符合我們預期。盈利增長主要來自：規模擴張（6.5%），手續費備金（2.1%），但息差和撥備費用拉低盈利增速3.0和9.0個百分點。成本收入比23.03%，同比下降1.3個百分點；業務管理費同比增長1.6%，增速較去年同期增速下降4.4個百分點。

● **3季度單季資產負債環比下降。**總資產22.10萬億元，比上年末增長7.25%；貸款總額11.88萬億元，比上年末增長7.75%，其中境內分行人民幣貸款增長7.88%；存款餘額16.52萬億元，增長6.2%。資產增長主要來自：貸款（4.1%），投資（2.9%）；負債增長主要來自：存款（5.1%），同業資金（2.7%）。3季度單季資產負債環比分別下降1.4%和1.9%，主要由於買入返售，同業存入等同業資產負債環比收縮。

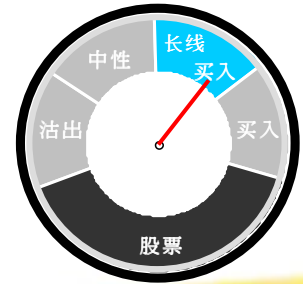
● **3季度NIM環比略降。**受降息影響，1-3季度NIM 2.49%，比去年同期和半年度下降17和4個基點。以期初期末平均餘額測算，3季度單季NIM 2.36%，環比略降2個基點。預計4季度NIM環比降幅會有所加大。

● **3季度單季不良淨形成率環比下降明顯。**不良貸款餘額為1,714.08億元，環比增長4.8%，環比增速為13年1季度以來單季最低；不良貸款率為1.44%，環比上升4個基點。我們推算3季度單季不良淨形成率0.81%，環比大幅下降40個基點；單季信用成本0.67%，環比下降7個基點；期末撥備覆蓋率為157.63%，環比下降5.8個百分點；撥貸比2.27%，環比略降2個基點。從新增不良貸款來源看，結構和上半年基本一致，主要是公司貸款和個人經營性貸款，其中境內公司貸款不良增量中批發零售佔到一半以上。關於撥貸比和撥備覆蓋率2.5%和150%的下限是否會有調整，公司認為，經濟上行期通過高撥備加大計提是必要的，但到目前調整期有必要通過合理的標準釋放一部分撥備。目前各家銀行還在和監管層商議是否調整下限。我們判斷這兩項指標下限放鬆的可能性較大。

● **個人貸款和票據貼現占比上升。**從貸款結構上看，個人貸款占比28.7%，環比上升0.6個百分點；票據貼現占比4.0%，環比上升0.3個百分點；相應的，公司類貸款占比環比下降。從存款結構上看，活期存款占比47.3%，環比上升0.1個百分點。

● **手續費及備金淨收入同比增速較上半年回升。**手續費及備金淨收入1,111.83億元，同比增長10.2%，增速較上半年提升4.9個百分點，其中3季度單季環比下降14.7%。工行中間業務體系多元化，大部分中間業務和股市沒有直接關係。財富管理業務以固定收益為主，保持較快增長，其中對公理財收入136億，增長34%，個人理財收入62億，增長40%，私人銀行收入80億，同比增長205%。手續費備金收入中代理銷售基金收入直接受資本市場影響，1-3季度相關收入82億，其中3季度單季25億，環比下降15億，但較1季度16億的水平仍有明顯增長；但代理個人保險業務增長較好，表明3季度部分基金產品需求回流到保險產品。

● **維持長線買入評級。**期末核心一級資本充足率12.41%，資本充足率14.43%，環比分別+0.28/+0.26個百分點。我們主要下調資產負債增速預測，上調成本收入比、手續費和信用成本預測，調整15/16年盈利+0.6%/-3.1%，預計15-16年盈利增長0.5%/2.7%，目前15PE和PB分別為5.22倍和0.82倍。維持6.10港幣的目標價和長線買入評級。



➤ 2015年前3季度，工行實現歸屬母公司股東淨利潤2217.6億元，同比增長0.59%，增速較上半年基本持平；符合我們預期。3季度單季資產負債環比分別下降1.4%和1.9%，主要由於買入返售，同業存入等同業資產負債環比收縮。

➤ 以期初期末平均餘額測算，3季度單季NIM 2.36%，環比略降2個基點。預計4季度NIM環比降幅會有所加大。

➤ 不良餘額環比增長4.8%，增速為13年1季度以來單季最低；我們推算3季度單季不良淨形成率0.81%，環比大幅下降40個基點。

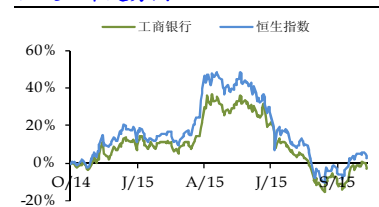
➤ 略下調預測，維持長線買入評級。

#### 股份資料

52周高位 (HK\$)	7.10
52周低位 (HK\$)	4.30
市值 (十億港幣)	1,940
發行股數 (百萬)	86,794
日成交量 (百萬港幣)	163
1個月內變化 (%)	10.99
年初至今變化 (%)	-12.54
50天平均價 (HK\$)	4.78
200天平均價 (HK\$)	5.69
14天強弱數	52.92

資料來源：Bloomberg

#### 個股1年走勢圖



資料來源：Bloomberg

**李珊珊 CFA**  
 lishanshan@bocomgroup.com  
 電話：(8610) 8800 9788 - 8058

**萬麗 CFA**  
 wanli@bocomgroup.com  
 電話：(8610) 8800 9788 - 8051

**韓嘉楠**  
 Hannah.han@bocomgroup.com  
 電話：(8610) 8800 9788 - 8055

圖表 1：盈利預測變動

	2015E			2016E		
	原有預測	現有預測	變動	原有預測	現有預測	變動
營業收入	7,036	6,914	-1.7%	7,517	7,180	-4.5%
其中：淨利息收入	5,074	5,043	-0.6%	5,401	5,152	-4.6%
其中：手續費及傭金淨收入	1,408	1,464	4.0%	1,518	1,611	6.1%
營業利潤	3,593	3,616	0.6%	3,817	3,698	-3.1%
撥備前利潤總額	4,382	4,446	1.5%	4,729	4,611	-2.5%
歸屬母公司股東淨利潤	2,754	2,771	0.6%	2,937	2,846	-3.1%
EPS	0.77	0.78	0.6%	0.82	0.80	-3.1%
<b>關鍵假設</b>			<b>變動百分點</b>			<b>變動百分點</b>
貸款增長	9.4%	9.4%	0.0%	8.9%	8.9%	0.0%
存款增長	7.5%	6.9%	-0.6%	7.3%	6.7%	-0.6%
生息資產增速	10.2%	6.2%	-4.0%	9.0%	8.6%	-0.4%
付息負債增速	10.3%	6.3%	-4.0%	9.0%	8.5%	-0.5%
NIM	2.37%	2.38%	0.01%	2.33%	2.31%	-0.02%
成本收入比	26.1%	26.4%	0.3%	25.8%	26.6%	0.8%
淨手續費收入增長率	6.3%	10.5%	4.2%	7.8%	10.1%	2.3%
信用成本	0.66%	0.71%	0.05%	0.70%	0.71%	0.01%
不良率	1.53%	1.49%	-0.04%	1.68%	1.64%	-0.04%
撥備覆蓋率	148.47%	154.48%	6.0%	139.82%	144.74%	4.9%
貸款準備金率	2.27%	2.30%	0.03%	2.35%	2.37%	0.02%

資料來源：公司報表

## 公司背景

工商銀行為四大國有商業銀行之一，也是中國資產規模最大的銀行。2006年10月“A+H”兩地同時上市。

### 主要財務指標和預測表 (億元人民幣，百分比除外)

資產負債簡表					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E
貸款總額	99,224	110,263	120,628	131,424	142,661
貸款淨額	96,814	107,688	117,853	128,306	139,080
債券投資	43,222	44,332	50,096	53,352	56,553
存放央行款項	32,131	34,349	30,426	30,690	31,740
其他生息資產	12,908	15,088	15,573	19,999	24,027
生息資產	185,076	201,457	213,947	232,347	251,399
非生息資產	4,102	4,642	5,549	6,377	7,855
總資產	189,178	206,100	219,496	238,724	259,254
存款	146,208	155,566	166,300	177,442	188,976
應付債券	2,530	2,796	2,701	2,701	2,701
其他計息負債	21,229	25,102	26,022	31,456	37,274
計息負債	169,967	183,464	195,022	211,599	228,950
非計息負債	6,426	7,262	6,744	7,514	8,733
總負債	176,393	190,726	201,766	219,113	237,683
股本	3,514	3,535	3,564	3,564	3,564
股東權益	12,785	15,373	17,730	19,611	21,571
負債和股東權益	189,178	206,100	219,496	238,724	259,254
損益表					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E
一、營業收入	5,896	6,589	6,914	7,180	7,731
利息收入	7,671	8,499	8,747	9,015	9,699
利息支出	-3,238	-3,564	-3,704	-3,863	-4,185
淨利息收入	4,433	4,935	5,043	5,152	5,514
手續費備金收入	1,346	1,467	1,633	1,810	1,997
手續費備金支出	-122	-142	-169	-199	-233
手續費備金淨收	1,223	1,325	1,464	1,611	1,764
其他經營淨收入	240	329	408	416	454
二、營業支出	-2,526	-2,993	-3,298	-3,481	-3,711
業務管理費	-1,653	-1,763	-1,825	-1,910	-2,018
營業稅金及附加	-374	-414	-433	-452	-488
資產減值損失	-383	-567	-809	-890	-952
其他業務成本	-115	-249	-230	-230	-253
三、營業利潤	3,370	3,596	3,616	3,698	4,020
營業外收支淨額	15	20	21	22	24
撥備前利潤	3,769	4,183	4,446	4,611	4,996
四、稅前利潤	3,385	3,616	3,637	3,720	4,044
減：所得稅	-756	-853	-858	-867	-942
五、稅後利潤	2,630	2,763	2,779	2,854	3,101
歸屬於母公司	2,626	2,758	2,771	2,846	3,093
估值指標					
PPOP	1.07	1.18	1.25	1.29	1.40
每股收益	0.75	0.78	0.78	0.80	0.87
每股淨資產	3.64	4.35	4.97	5.50	6.05
P/POP	3.78	3.43	3.25	3.14	2.90
P/E	5.43	5.20	5.22	5.08	4.68
P/B	1.12	0.93	0.82	0.74	0.67
分紅率	35%	35%	35%	40%	40%
股息率	6.45%	6.73%	6.71%	7.87%	8.55%

資料來源：公司報表

主要指標					
資產質量	2013	2014	2015E	2016E	2017E
不良貸款餘額 (億)	937	1,245	1,796	2,154	2,438
較年初增長	25.6%	32.9%	44.3%	19.9%	13.2%
加回核銷後不良增長	47.8%	73.8%	92.0%	49.7%	35.5%
不良淨形成率	0.40%	0.70%	1.04%	0.74%	0.58%
不良貸款率	0.94%	1.13%	1.49%	1.64%	1.71%
關注類占比	1.98%	2.90%	3.69%	3.67%	3.74%
撥備覆蓋率	257.2%	206.9%	154.5%	144.7%	146.9%
信貸成本	0.41%	0.54%	0.71%	0.71%	0.70%
貸款準備金率	2.43%	2.34%	2.30%	2.37%	2.51%
逾期占比	1.35%	1.91%			
逾期加回核銷增長	19.5%	186.3%			
成長性					
貸款較年初增長	12.7%	11.1%	9.4%	8.9%	8.5%
存款較年初增長	7.2%	6.4%	6.9%	6.7%	6.5%
資產較年初增長	7.8%	8.9%	6.5%	8.8%	8.6%
生息資產增長	7.8%	8.9%	6.2%	8.6%	8.2%
計息負債增長	6.8%	7.9%	6.3%	8.5%	8.2%
撥備前利潤增長	10.1%	11.0%	6.3%	3.7%	8.4%
稅前利潤同比增長	9.7%	6.8%	0.6%	2.3%	8.7%
淨利潤同比增長	10.1%	5.0%	0.5%	2.7%	8.7%
利息收入增長	6.3%	10.8%	2.9%	3.1%	7.6%
利息支出增長	6.6%	10.1%	3.9%	4.3%	8.3%
淨利息收入增長	6.1%	11.3%	2.2%	2.2%	7.0%
手續費備金淨收入增	15.3%	8.3%	10.5%	10.1%	9.5%
業務結構					
淨利息收入占比	75.2%	74.9%	72.9%	71.8%	71.3%
手續費備金淨收入	20.7%	20.1%	21.2%	22.4%	22.8%
中間業務淨收入	21.9%	20.7%	21.4%	22.7%	23.0%
管理和盈利能力					
成本收入比	28.0%	26.8%	26.4%	26.6%	26.1%
NIS (期初期末)	2.30%	2.30%	2.22%	2.14%	2.11%
NIM	2.46%	2.53%	2.38%	2.31%	2.28%
NIS(公司公告)	2.40%	2.46%			
NIM	2.57%	2.66%			
ROAE	21.8%	19.6%	16.7%	15.2%	15.0%
ROAA	1.44%	1.40%	1.31%	1.25%	1.25%
RORWA	2.28%	2.26%	2.16%	2.06%	2.06%
資本金和風險控制					
核心資本充足率	10.57%	12.19%	12.81%	12.97%	13.13%
資本充足率	13.12%	14.53%	15.20%	15.32%	15.51%
單一最大客戶比例	4.20%	4.80%			
最大十家客戶比例	16.20%	14.90%			
資產負債結構					
資產負債比率	93.2%	92.5%	91.9%	91.8%	91.7%
貸款淨額/總資產	51.2%	52.3%	53.7%	53.7%	53.6%
債券投資/總資產	22.8%	21.5%	22.8%	22.3%	21.8%
貸款/存款	67.9%	70.9%	72.5%	74.1%	75.5%
活期存款占比	48.1%	46.9%	46.4%	46.4%	46.4%

## 交銀國際

 香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328

傳真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

### 評級定義

#### 公司評級

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%

長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%

中性: 預期股價波幅在±20%之間

沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

#### 行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上

同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間

落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

### 研究團隊

#### 研究部主管

鄭子豐 CFA, CPA, CA (852) 2977 9393 raymond.cheng @bocomgroup.com

@bocomgroup.com

#### 策略

洪灝 CFA (852) 2977 9384 hao.hong

#### 建材及工業(中盤)

陳慶 (852) 2977 9392 angus.chan

#### 銀行/網絡新金融

楊青麗 (852) 2977 9212 yangqingli

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan

萬麗 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 Wanli

韓嘉楠 (86) 10 8800 9788 - 8055 hannah.han

#### 油氣/燃氣

劉旭彤 (852) 2977 9390 xutong.liu

#### 非必需品消費

黃文嫻 CPA (852) 2977 9391 phoebe.wong

肖偉 (852) 2977 9205 eric.xiao

#### 房地產

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 2977 9235 alfred.lau

謝聯聰 CFA, FRM (852) 2977 9220 philip.tse

過璐璐 (852) 2977 9211 luella.guo

#### 必需品消費

王惟穎 CFA (852) 2977 9221 summer.wang

吳效宇 (852) 2977 9386 shawn.wu

#### 新能源

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

#### 環保服務

鄭民康 (852) 2977 9387 wallace.cheng

#### 科技

嚴司政 (852) 2977 9243 christopher.yim

#### 醫藥生物

李博 (852) 2977 9203 david.li

#### 電訊/中小盤

李志武 (852) 2977 9209 lizhiwu

#### 保險及證券

鄭嘉梁 (852) 2977 9389 jupiter.zheng

張雨珊 (852) 2977 9250 yufan.zhang

#### 交通運輸及工業

鄭碧海 CFA (852) 2977 9380 geoffrey.cheng

周雲飛 (852) 2977 9381 fay.zhou

#### 互聯網

馬原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma

殺馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu

孫夢琪 (86) 10 8800 9788 - 8048 mengqi.sun

#### 汽車

姚煒 (86) 21 6065 3675 wei.yao



## 分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益，除了一位覆蓋分析師持有世茂房地產控股有限公司之股份。

## 有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、奧星生命科技有限公司、北京汽車股份有限公司、中國惠農資本集團有限公司、德基科技控股有限公司、國聯證券股份有限公司、廣發控股(香港)有限公司、培力控股有限公司、齊合天地集團有限公司、綠地香港控股有限公司、中軟國際有限公司、雲遊控股有限公司、聯想控股股份有限公司、匹克體育用品有限公司、恒投證券股份有限公司(亦稱為恒泰證券股份有限公司)、鄭州銀行股份有限公司、中國華融資產管理股份有限公司、中國國際金融股份有限公司及盈健醫療集團有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有中軟國際有限公司的股本證券逾1%。

## 免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

**交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。**