

2017年8月31日

廖晨凯

C0069@capital.com.tw

目标价(RMB/ HK\$) 6.6/7.0

公司基本资讯

产业别	银行		
A 股价(2017/8/31)	5.90		
上证指数(2017/8/31)	3360.81		
股价 12 个月高/低	6.18/4.16		
总发行股数(百万)	356406.26		
A 股数(百万)	269612.21		
A 市值(亿元)	15907.12		
主要股东	中央汇金投资有 限责任公司 (34.71%)		
每股净值(元)	5.19		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	3.5	19.8	36.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-05-03	4.61	买入

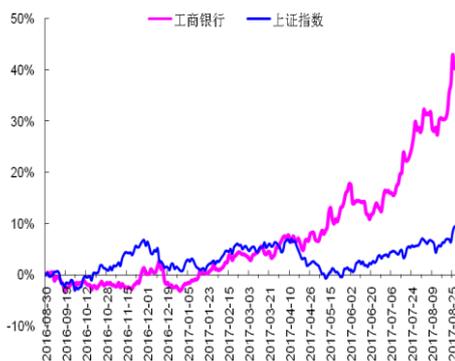
产品组合

利息净收入	69.29%
手续费及佣金净收入	21.17%
其他	9.54%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.7%
一般法人	94.5%

股价相对大盘走势



工商银行(601398.SH/1398.HK)

Buy 买入

年报点评：净息差回升，资产状况继续改善，负债端成本优势明显
结论与建议：

工商银行发布半年报，2017年上半年实现净利润1537亿元，YOY增长1.85%，其中净利息收入同比增7.10%，负债端资金成本优势明显，净息差环比回升（存款占比81%，对同业负债依赖程度低），而手续费及佣金方面，同比降6.17%。公司资产状况持续改善，不良率连续两个季度改善，拨备覆盖率在资产状况改善的背景下有望回升至150%以上。公司整体表现符合我们的预期，目前公司估值处于较低水准，分红具有一定吸引力（股息率5%左右），我们维持“买入”的投资建议。

- **1H 净利 YOY 增 1.85%，业绩基本符合预期：**工商银行 2017 年上半年实现营收 3622 亿，YOY 增 1.25%，实现净利 1537 亿，YOY 增 1.85%，对应 2Q 净利 772 亿，YOY 增 2.33%，2Q 净利增速同样也保持较快增长，公司整体业绩表现符合我们的预期。
- **负债端成本优势促使净息差有所回升：**收入端方面来看，净利息收入录得较快增长，YOY 增 7.10%，一方面源于生息资产的较快增长，1H 生息资产 YOY 增 8.3%（其中贷款 YOY 增 9.3%），付息负债方面，依旧是低成本的存款为主体，存款占比 81%，低成本的活期存款增长较快，其中公司活期存款 YOY 增 15.93%（平均付息率 0.66%），个人活期存款 YOY 增 6.58%（平均付息率 0.39%），生息资产的快速增长及低成本的存款增长较快使 2Q 净息差环比升 8BP，虽然同比依旧降 5BP，目前下降幅度依旧处于相对较小的区间；非息收入方面，下降较快，手续费及佣金收入 YOY 降 6.17%，录得 767 亿。
- **不良继续改善，拨备有望进一步回升：**2Q 末不良率 1.57%，环比降 2BP，有所改善，公司加大了拨备计提，拨备覆盖率环比升 5 个百分点至 146%，我们认为随着工行盈利能力的提升和不良的改善，预计年底有望回升至 150% 以上的水准。
- **盈利预测：**作为国内最大的商业银行，公司经营的稳健性仍具备一定优势，负债端存款比例高（81%），对同业负债的依赖程度低，在央行中性货币政策实施及金融去杠杆的背景下，其低成本的负债端能更好地适应利率上行的趋势。预计 2017、2018 年公司实现净利润分别增 2.05%、2.31%，分别为 2840 亿、2905 亿，目前 A 股股价对应 2017、2018 年动态 PE 为 7.51 倍、7.34 倍，PB 为 1.01 倍、0.92 倍，估值不高，分红率 5% 左右，具有吸引力，给予“买入”的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	275,811	277,131	278,249	283,950	290,515
同比增减	%	5.01%	0.48%	0.40%	2.05%	2.31%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.78	0.77	0.77	0.79	0.80
同比增减	%	4.39%	-1.31%	0.00%	2.05%	2.31%
市盈率(P/E)	X	7.56	7.66	7.66	7.51	7.34
股利 (DPS)	RMB 元	0.2554	0.2333	0.2340	0.2400	0.2450
股息率 (Yield)	%	5.93%	5.41%	5.43%	5.57%	5.68%

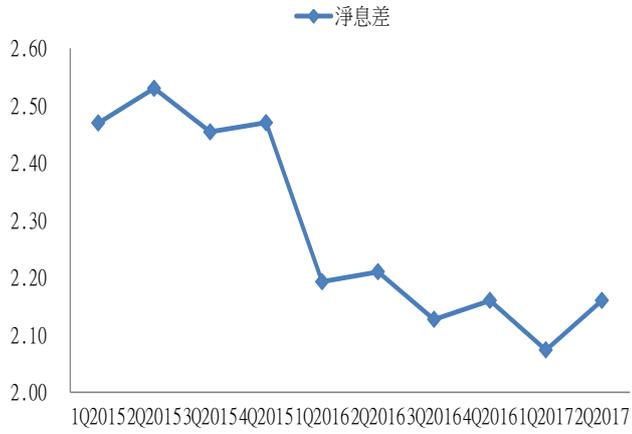
预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

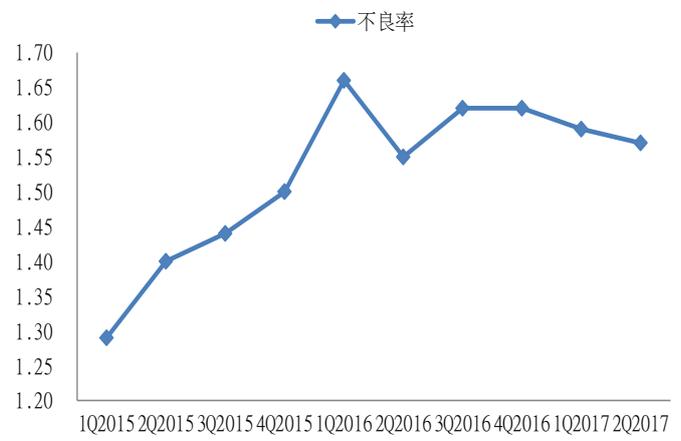
卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

图 1:2011-1Q2017 年公司净息差 (%)



资料来源: Choice, 群益证券整理

图 2:2011-1Q2017 年公司不良贷款率 (%)



资料来源: Choice, 群益证券整理

附一：合并损益表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
营业收入	658,892	697,647	675,891	707,194	722,609
净利息收入	493,522	507,867	471,846	514,454	546,812
净手续费及佣金收入	132,497	143,391	144,973	142,181	143,796
营业支出	299,280	338,112	315,576	347,220	356,879
营业利润	359,612	359,535	360,315	359,973	365,730
拨备前净利润总额	416,341	446,528	448,209	514,784	547,737
资产准备支出	56,729	86,993	87,894	154,811	182,007
利润总额	361,612	363,235	363,279	362,779	368,786
净利润	275,811	277,131	278,249	283,950	290,515

附二：合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
现金及存放央行款项	3,523,622	3,059,633	3,350,788	2,909,558	3,186,432
存放同业款项	304,273	211,559	270,058	187,770	130,555
交易性金融资产	346,828	343,272	474,475	469,610	649,101
持有到期投资	2,566,390	2,870,353	2,973,042	3,325,169	3,444,129
可供出售金融资产	1,188,288	1,444,195	1,742,287	2,117,502	2,554,569
客户贷款	10,768,750	11,652,812	12,767,334	13,815,470	15,136,837
固定资产	196,238	221,502	220,651	249,058	248,101
其它资产	263,193	347,004	368,232	485,492	515,192
资产总计	20,609,953	22,209,780	24,137,265	26,010,896	28,268,263
同业存放款项	1,106,776	1,788,267	1,516,692	2,450,586	2,078,428
客户存款	15,556,601	16,281,939	17,825,302	18,656,420	20,424,860
负债合计	19,072,649	20,409,261	22,156,102	23,829,203	25,867,682
股本(百万股)	353,495	356,409	356,407	356,407	356,407
股东权益总额	1,537,304	1,800,519	1,981,163	2,181,693	2,400,580
负债和所有者权益总计	20,609,953	22,209,780	24,137,265	26,010,896	28,268,263

附三：合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	201,457	1,131,764	239,221	524,147	631,711
投资活动产生的现金流量净额	-146,741	-666,961	-468,932	-427,545	-521,146
筹资活动产生的现金流量净额	-26,344	-36,732	-50,786	-37,954	-41,824
现金及现金等价物净增加额	36,862	447,034	-251,930	77,322	90,809

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。