

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2019年10月28日
市场数据

目前股价	5.98
总市值(亿元)	21,313.09
流通市值(亿元)	16,122.81
总股本(万股)	35,640,626
流通股本(万股)	26,961,221
12个月最高/最低	6.01/4.88

分析师

分析师：邹恒超 S1070519080001

☎ 021-31829731

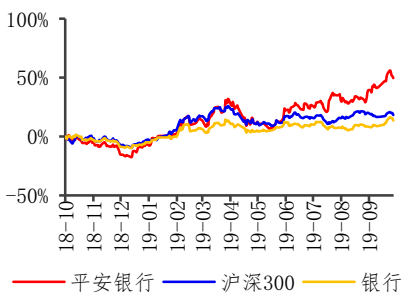
✉ zouhengchao@cgws.com

联系人（研究助理）：栾天悦

S1070118080037

☎ 0755-83667984

✉ luantianyue@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

大行担当，资产质量稳如磐石

——工商银行（601398）公司动态点评

核心观点

- 事件：**工商银行发布三季度业绩报告，3Q19 实现营业收入 6469.42 亿元，同比增长 12.11%；实现净利润 2517.12 亿元，同比增长 5.04%。
- 前三季度利润增速逐季提高。**1Q19、1H19、9M19 公司净利润同比增速分别为 4.1%、4.7%、5.0%。从收入端来看，非息收入双位数增长部分抵消了利息收入增速的下滑，去年受资管新规影响手续费收入只有小个位数增长，今年理财转型推进顺利，3Q19 非保本理财较 1H19 增长 8.7%；从支出端来看，公司新增不良控制十分出色，拨备计提的增速从 1Q17-3Q19 的 30%-40%回落到 2Q10-3Q19 的 20%以下。
- 负债成本上升导致息差收窄，但公司在可比同业中保持较优。**3Q19 净息差较 1H19 下降 3bp 至 2.26%，利差收窄的原因基于：资产端收益在下降，负债端成本在上升，上升下降趋势略有不同，贷款收益率只下降了 1bp，然而付息成本上升了 7bp。负债付息水平的上升，一方面来源于存款的竞争，今年前三季度全社会新增贷款大于新增存款，各家机构对存款都有较大的需求。另一方面，前些年银行资金流入其他金融体系和互联网金融公司，资管新规后脱媒资金出现大规模回流，但是会逐步回流，银行承接这些资金时负债成本提高也是正常的。未来净息差走势可能还会是一个下降的趋势，但公司会重视同业对标，付息水平在可比同业中保持较优。
- 不良生成控制在低位，资产质量改善与宏观经济下行相关性减弱。**3Q19 不良率 1.44%，环比 2Q19 继续下降 4bp。我们测算 3Q19 单季年化不良净生成率仍在 0.6%以下，保持在 15 年以来最低水平。工行的资产质量改善与宏观经济下行的相关性在减弱，原因是这些年工行信贷结构有所调整，对中低端制造业贷款减少，对高端制造业贷款、个人按揭贷款和一些新兴领域的贷款有所增加，有较好的信贷结构布局，同时利用大数据金融科技手段、运用新的流程、新的制度、新的产品，控制新增贷款质量。3Q19 拨备覆盖率 198.09%，环比上升 6pct。
- 投资建议：**工行的基本面十分稳健，股息率达到 4.4%，资产质量表现出色，0.8x20PB 严重低估。在市场无风险利率走低的环境下，适合追求稳健收益的增量内资资金，从全球视野来看，国外同等估值的银行 ROE 还不如工行，外资加大 A 股配置背景下工行也面临重估。我们预计 2019/2020 年工行净利润同比增长 5.2%/4.6%，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：**经济下行超预期导致的资产质量恶化。

附：盈利预测表

利润表 (亿)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	增长指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利息收入	5221	5725	6079	6356	6695	收入增长					
手续费及佣金	1396	1453	1611	1789	1988	净利润增速	2.8%	4.1%	5.2%	4.6%	5.4%
其他收入	159	90	95	99	104	拨备前利润增速	9.1%	8.4%	7.7%	5.9%	6.6%
营业收入	6776	7268	7785	8244	8789	税前利润增速	0.4%	2.1%	6.0%	4.6%	5.4%
营业税及附加	(75)	(78)	(86)	(93)	(101)	营业收入增速	5.3%	7.3%	7.1%	5.9%	6.6%
业务管理费	(1777)	(1850)	(1946)	(2061)	(2197)	净利息收入增速	10.6%	9.7%	6.2%	4.6%	5.4%
拨备前利润	4924	5340	5753	6091	6491	手续费及佣金增速	-3.7%	4.1%	10.9%	11.0%	11.1%
计提拨备	(1278)	(1616)	(1804)	(1960)	(2137)	营业费用增速	-3.8%	4.1%	5.4%	6.0%	6.7%
税前利润	3646	3724	3948	4131	4355	规模增长					
所得税	(772)	(737)	(805)	(843)	(888)	生息资产增速	8.4%	7.1%	10.1%	9.8%	9.8%
净利润	2860	2977	3132	3276	3454	贷款增速	9.0%	8.3%	8.0%	8.0%	8.0%
						同业资产增速	18.1%	-7.5%	15.0%	5.0%	5.0%
资产负债表						证券投资增速	5.0%	17.3%	13.9%	13.6%	13.4%
						其他资产增速	3.8%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
贷款总额	142334	154199	166535	179858	194246	计息负债增速	9.9%	6.6%	10.2%	9.9%	9.9%
同业资产	18342	16965	19510	20485	21509	存款增速	9.7%	9.4%	10.0%	10.0%	10.0%
证券投资	57567	67547	76914	87365	99097	同业负债增速	5.6%	-15%	5.0%	5.0%	5.0%
生息资产	250978	268699	295916	324837	356646	股东权益增速	8.1%	9.9%	9.3%	8.9%	8.6%
非生息资产	9893	8186	9016	9897	10866	结构指标					
总资产	260870	276885	304932	334734	367512	存款结构					
客户存款	195629	214089	235498	259048	284953	活期	50.6%	48.3%	47.8%	47.6%	47.4%
其他计息负债	32803	29476	32804	35695	38981	定期	46.2%	49.4%	51.2%	51.4%	51.6%
非计息负债	11028	9981	10995	12078	13274	其他	1.5%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
总负债	239460	253547	279297	306821	337208	贷款结构					
股东权益	21344	23449	25635	27913	30304	企业贷款(不含贴现)	62.8%	61.1%	60.5%	59.5%	58.5%
						个人贷款	34.7%	36.6%	37.5%	38.5%	39.5%
财务指标						其他指标					
每股指标						资产质量					
每股净利润(元)	0.80	0.84	0.88	0.92	0.97	不良贷款率	1.55%	1.52%	1.44%	1.40%	1.38%
每股拨备前利润(元)	1.38	1.50	1.61	1.71	1.82	正常	94.50%	95.55%			
每股净资产(元)	5.73	6.30	6.91	7.55	8.23	关注	3.95%	2.92%			
每股总资产(元)	73.19	77.69	85.56	93.93	103.14	次级	0.57%	0.71%			
P/E	7.5	7.2	6.8	6.5	6.2	可疑	0.76%	0.59%			
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	损失	0.22%	0.23%			
P/PPOP	4.3	4.0	3.7	3.5	3.3	拨备覆盖率	154.07%	175.57%	207.20%	236.60%	264.47%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.16%	2.20%	2.15%	2.05%	1.96%	资本充足率	15.14%	15.39%	14.47%	14.26%	14.02%
净利差(Spread)	2.02%	2.06%	2.36%	2.25%	2.17%	一级资本充足率	13.27%	13.45%	12.79%	12.73%	12.63%
贷款利率	4.20%	4.32%	4.48%	4.39%	4.33%	核心一级资本充足	12.77%	12.98%	0.00%	0.00%	0.00%
存款利率	1.40%	1.37%	1.56%	1.60%	1.64%	其他数据					
生息资产收益率	3.57%	3.65%	3.73%	3.65%	3.61%	分支机构数量	16888				
计息负债成本率	1.56%	1.59%	1.37%	1.40%	1.44%	员工数量	453048				
盈利能力						总股本(亿)	3564.07	3564.07	3564.07	3564.07	3564.07
ROAA	1.14%	1.11%	1.08%	1.02%	0.98%						
ROAE	14.58%	13.89%	13.31%	12.71%	12.28%						
拨备前利润率	1.96%	1.99%	1.98%	1.90%	1.85%						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>