

负债成本优势显著，资产质量不断向好

——工商银行(601398)首次覆盖报告

公司深度

● 综合经营实力强，行业龙头当之无愧

作为中国银行业龙头和世界资产规模第一大行，工商银行金融牌照齐全，拥有强大的客户基础和市场竞争能力。公司专注综合化业务经营，子公司布局完善，并加速金融科技的发展。截至2019年末，工商银行已经连续七年蝉联《福布斯》杂志“全球企业2000强”及《银行家》杂志“全球银行1000强”榜首，连续四年位列全球银行品牌价值500强榜首。公司长期保持稳健经营策略，已经形成了五项核心竞争力：强大客户基础、低成本负债、完善信贷结构、优质资产和严格风控等。凭借这些优势，加之不断推进经营转型和金融科技发展，公司能够多次承受疫情等外部风险冲击。

● 负债成本优势拉动净息差，盈利能力增强

工商银行存款占比高达83.80%，为其提供了低成本的负债，因此净息差水平较高，保持着较高的ROE。2019年公司净息差为2.24%，高于行业平均；同时加权平均ROE为13.05%，超行业平均1.02%。2019年计息负债成本率仅为1.65%，为A股计息负债成本率最低的上市银行之一。

● 致力于综合化经营，子公司布局完善

公司经营多种业务，聚焦经营转型，抓住私人银行、资产管理和投行等增长空间大、带动效应强的业务，积极推广大资管、大零售战略。2019年个人客户净增超4,300万户，增量市场第一。同时，子公司遍布海外，2019年工银理财及奥地利、希腊机构开业，综合化国际化布局进一步完善。

● 资产质量向好，不良贷款率持续走低

2019年工商银行的不良率为1.43%，较上年下降0.09%。关注类贷款自2016年以来下降幅度颇大，2019年下降至为2.71%，较2016年峰值下降了1.76%。债权投资主要是政府债券、政策银行债券，不良风险极低。同时，公司核心一级资本充足率和资本充足率都保持增速。

● 盈利预测、估值与评级

尽管疫情和监管导致银行业估值整体较低，我们认为工商银行凭借稳健的经营风格和成本优势会使其受影响较小。工商银行首次覆盖给予“推荐”评级，预计目标价为5.92-6.38元，对应2020年PB为0.82倍。

● 风险提示：业务转型带来经营风险，监管趋严导致政策风险，疫情冲击带来市场风险

财务摘要和估值指标(2020年5月6日)

指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	726502	773789	855164	882495	945992	1023959
增长率(%)	7.5	6.5	10.5	3.2	7.2	8.2
净利润(百万元)	286049	297676	312224	326667	343012	357771
增长率(%)	2.8	4.1	4.9	4.6	5.0	4.3
净利率(%)	1.10	1.07	1.04	1.02	1.01	1.00
ROE(%)	13.7	12.7	11.60	12.1	11.9	11.5
EPS(摊薄/元)	0.80	0.84	0.88	0.92	0.96	1.00
P/E	8	7	7	6	5	5
P/B	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为2020年5月6日

推荐(首次评级)

郑嘉伟(分析师)

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280519040001

钟奕昕(联系人)

zhongyixin@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040021

市场数据 时间 2020.05.06

收盘价(元):	5.11
一年最低/最高(元):	4.93/6.08
总股本(亿股):	3564
总市值(亿元):	17805
流通股本(亿股):	2696
流通市值(亿元):	13777
近3月换手率:	4.68%

股价一年走势



相关报告

估值与目标价

我们采用两阶段DDM和相对估值法,对工商银行进行估值。对于无风险利率,我们采用过去一年的10年国开债利率均值,同时运用敏感性测试畸形估值标准衡量。在DDM的方法下,我们得出股票估值水平为5.92-6.37元,对应PB为0.78倍;在相对估值法下,我们得出的股价为6-6.38元,对应PB为0.8-0.85倍。综合上述两种方法,得出的目标价为5.92-6.38元,对应PB为0.82倍。

关键假设

我们假设受到疫情的影响,中国经济在2020年有一个缓慢恢复的过程,因此带动银行业被进一步低估。与此同时,全球银行业受经济增速放缓、低利率时代和新兴市场风险暴露的影响,信贷规模增速放缓,“资产荒”、“利差收窄”和“风险暴露”是我国银行业的三重挑战,监管趋严和数字化进攻者也不容小觑。作为一流大行,工商银行可能会受整体宏观经济的影响,敏感性较高。

我们与市场的观点的差异

支付宝和微信支付等付款方式的出现,曾令市场一度担心银行的市场份额和业绩,但工商银行作为国有银行龙头,首先处于盈利稳定的金融行业,其次市值高、增长稳定、业绩平稳,具有明显业务竞争优势。随着未来金融越来越多元化,工商银行也会加紧追赶的步伐,维持较强的获利能力。

工商银行拥有龙头溢价和收入成本比最低的优势。否则考虑到其极为审慎的资产端表现,其估值可能不会与国际商业银行比肩。工商银行的资产和负债端形成了良性循环,共同为其估值助力。

股价上涨的催化因素

金融科技持续发力、私人银行普及、服务升级以及大零售战略的推广,使零售客户基础不断夯实,非息收入占比提升,理财业务及手续费及佣金的收入有望持续增长。

投资风险

业务转型带来的经营风险;监管趋严导致政策风险;疫情冲击带来的市场风险,例如信用风险、利率风险和流动性风险;其他风险:不可抗力带来的风险,例如新冠病毒使机构暂停营业等。

目 录

1、 公司概况： 大行风范， 行业领军.....	6
1.1、 经营转型加强稳健发展， 境内子公司推进综合化经营.....	7
1.2、 “第一个人金融银行”战略推进零售业务发展.....	10
1.3、 国际化布局逐步完成， 境外网点覆盖面广.....	11
1.4、 金融科技全面普及， 助力客户业务.....	12
2、 负债以客户存款为主， 成本优势明显.....	13
2.1、 负债以存款为主， 结构优异.....	14
2.2、 活期存款占比高， 个人存款占比回升.....	14
2.3、 负债成本低， 表现亮眼.....	15
3、 资产端优势突出， 信贷结构完善.....	16
3.1、 资产规模庞大， 信贷结构完善.....	16
3.2、 生息资产仍以贷款为主， 收益率回升.....	17
4、 负债成本优势拉动净息差， ROE 较高.....	19
4.1、 负债端的低成本拉动净息差.....	19
4.2、 ROA 及 ROE 持续保持领先.....	19
5、 资产质量不断向好， 拨备和资金压力小.....	20
5.1、 不良认定严格， 资产质量改善.....	20
5.2、 拨备覆盖率高持续增高， 拨备压力小.....	21
5.3、 公司投资结构好， 不良忧患小.....	22
6、 估值水平与投资建议.....	23
6.1、 相对估值.....	23
6.2、 绝对估值.....	25
6.3、 投资建议.....	27
6.4、 股价驱动因素.....	27
7、 风险提示.....	27
附： 财务预测摘要.....	28

图表目录

图 1： 工商银行主营业务收入结构均衡.....	6
图 2： 公司近两年净利润贡献结构.....	6
图 3： 工商银行 2019 年净利润和营收领先行业.....	6
图 4： 公司客户数量持续增加.....	7
图 5： 手续费及佣金收入稳步增长.....	8
图 6： 工商银行 2019 年手续费及佣金收入领先行业（亿元）.....	8
图 7： 境内各子公司 2019 年净利润情况（亿元）.....	8
图 8： 工商银行境内子公司资产规模情况.....	9
图 9： 工银安盛保费 19 年增速为 56.5%.....	9
图 10： 1H19 工商银行理财规模和托管资产规模居首位.....	10
图 11： 工商银行零售业务稳步增长.....	10
图 12： 私人银行客户和资产规模逐年增加.....	11

图 13:	1H19 工商银行私人银行客户资产规模仅次于招行	11
图 14:	工商银行信用卡数量逐年增加	11
图 15:	1H19 工商银行信用卡发行量居同业第一	11
图 16:	工商银行全球网点覆盖广泛	12
图 17:	网络金融业务占比逐年增加	13
图 18:	私人银行客户和资产规模逐年增加	13
图 19:	工商银行平均计息负债付息率低于行业	13
图 20:	工商银行存款总额逐年增加	14
图 21:	2019Q3 工商银行存款总额居同业首位	14
图 22:	工商银行负债结构以存款为主	14
图 23:	工商银行活期存款增速回暖	15
图 24:	工商银行活期存款占比仍然很高	15
图 25:	个人存款占比回升	15
图 26:	3Q19 计息负债成本率仅次于邮储银行 (%)	16
图 27:	工商银行计息负债成本率 19 年回暖	16
图 28:	同业拆入和存放款项自 2015 年开始减少	16
图 29:	四大行同业存单利率明显低于行业平均	16
图 30:	工商银行总资产和贷款在 3Q19 仍持续领先	17
图 31:	公司信贷布局完善	17
图 32:	生息资产规模仍然较高	17
图 33:	工商银行生息资产收益率在四大行中排名较高	18
图 34:	生息资产收益率开始回升	18
图 35:	贷款占生息资产比例创新高	18
图 36:	生息资产以公司贷款为主, 个人贷款占比增加	19
图 37:	个人贷款以房贷为主	19
图 38:	工商银行净息差高于行业平均	19
图 39:	工商银行 ROA 高于行业平均	20
图 40:	工商银行 ROE 高于行业平均	20
图 41:	工商银行不良贷款认定严格	21
图 42:	不良贷款比例稳步走低	21
图 43:	关注类贷款下降幅度大	21
图 44:	拨备覆盖率增速高	22
图 45:	核心一级资本充足稳步上升	22
图 46:	资本充足率增速提升	22
图 47:	3 月 GDP 出现负增长	24
图 48:	工商银行估值水平处中游	24
图 49:	GDP 与工商银行净利润增长率	25
表 1:	工商银行在 2019 年全球银行 1000 强榜单中居第一位	7
表 2:	工商银行在 2019 年全球银行 1000 强榜单净利润额排名中居第一位	7
表 3:	截至 2019 年末, 9 家理财子公司已开业	9
表 4:	境外机构情况	12
表 5:	工商银行投资以债券投资为主	23
表 6:	工商银行投资债券风险较低	23
表 7:	国内外银行估值对比	24

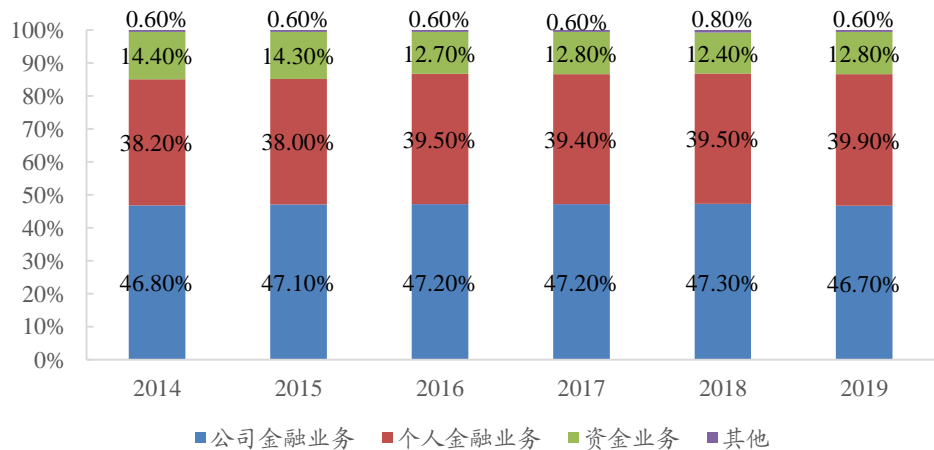
表 8: 上证综合指数年均收益率	26
表 9: DDM 模型关键性假设.....	26
表 10: DDM 预测参数	26
表 11: DDM 模型关键性假设.....	27
表 12: 敏感性分析.....	27

1、公司概况：大行风范，行业领军

工商银行成立于1984年，最早是作为国家专业银行来承接中国人民银行的储蓄业务和工商信贷业务。公司于2006年同时在上交所和港交所挂牌上市，凭借着庞大的客户基础、完善的业务结构和强劲的创新能力和多年来一直占据行业龙头的位置。工商银行不仅是中国第一大行，也是全世界资产规模第一的大行，目前已在48个国家和地区建立了428家分支机构。2019年10月，《银行家》全球1000家大银行排名中，中国工商银行位列榜首，其一级资本达3380亿美元；同时净利润也高达436亿美元，稳居第一位。

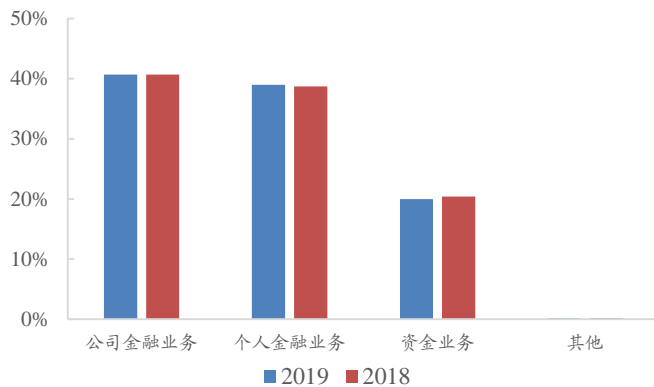
工商银行主营公司金融业务、个人金融业务、资金业务以及其他业务。作为国有银行业龙头以及世界一流银行，工商银行的业务结构一直以来非常均衡。其中，占比最大的是公司金融业务，占比为46.70%，个人金融业务占比近年来稳定增加，2019年占比近40%。另外，从公司近两年净利润的贡献结构可以看出，个人金融业务贡献占比有所提升，也是公司大力发展零售业务，打造私人银行的原因。

图1：工商银行主营业务收入结构均衡



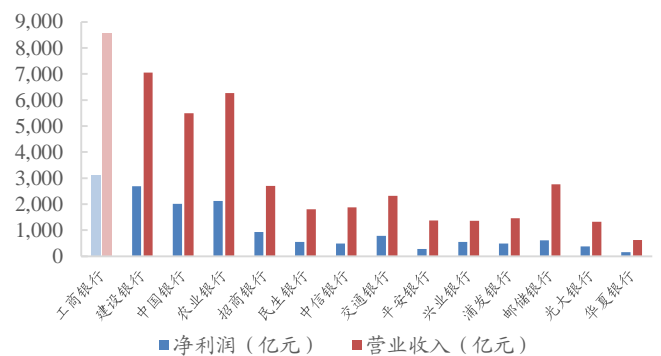
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：公司近两年净利润贡献结构



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：工商银行2019年净利润和营收领先行业



资料来源：Wind，新时代证券研究所

表1: 工商银行在 2019 年全球银行 1000 强榜单中居第一位

榜单排名	去年排名	银行名称	国家	一级资本 (十亿美元)
1	1	中国工商银行	中国	338
2	2	中国建设银行	中国	287
3	4	中国农业银行	中国	243
4	3	中国银行	中国	230
5	5	摩根大通	美国	209
6	6	美国银行	美国	189
7	7	富国银行	美国	168
8	8	花旗银行	美国	158
9	10	汇丰银行	英国	147
10	9	三菱日联金融集团	日本	146

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

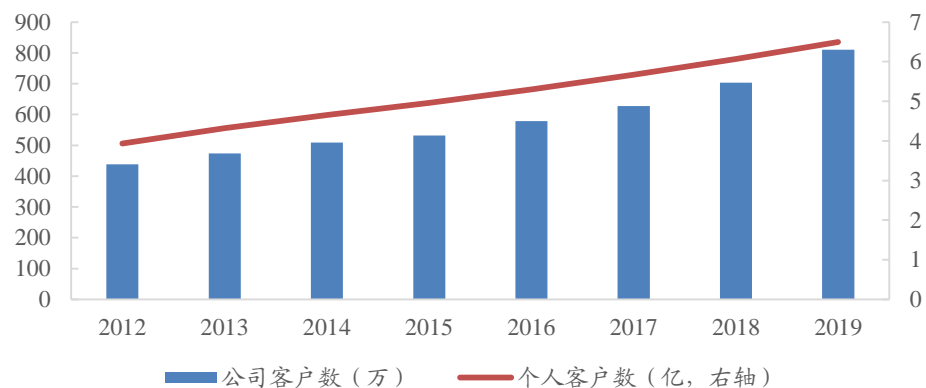
表2: 工商银行在 2019 年全球银行 1000 强榜单净利润额排名中居第一位

银行	国家	净利润(十亿美元)
中国工商银行	中国	43.6
中国建设银行	中国	37.3
摩根大通	美国	32.5
中国农业银行	中国	29.5
美国银行	美国	28.1

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

1.1、经营转型加强稳健发展，境内子公司推进综合化经营

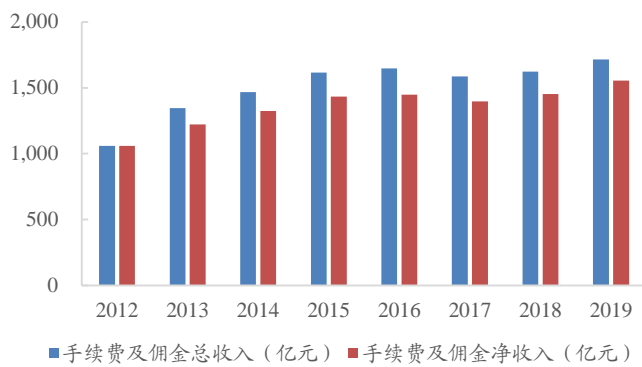
工商银行具有强大而坚实的**客户基础**，**金融牌照齐全**。近年来，公司强调抓住一批增长空间大、带动效应强的板块，以实现经营全面转型，培养续航能力和多元动力。在新的经营模式和服务体系下，截至 2019 年，个人客户总量达 6.5 亿户，净增超 4,300 万户，创近年最好水平。公司客户净增 106.5 万户，同比增长 15.14%，且呈持续增长趋势。

图4: 公司客户数量持续增加

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

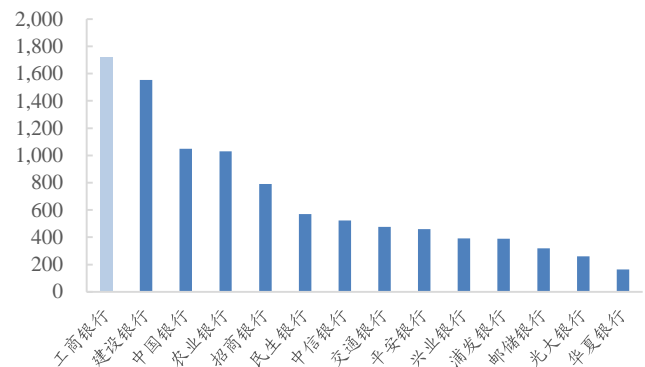
手续费及佣金收入成绩亮眼。管理费收入来自理财业务，托管带来托管手续费收入，代销手续费收入来源于财富管理。2019年公司实现手续费及佣金净收入1,556亿元，比上年增长7.1%，居A股上市银行首位。此前手续费及佣金收入增长缓慢，甚至在2017年出现负增长的情况，但随着零售战略以及工银理财等子公司的扶持，手续费及佣金收入有望迎来持续增长。

图5： 手续费及佣金收入稳步增长



资料来源：Wind，新时代证券研究所

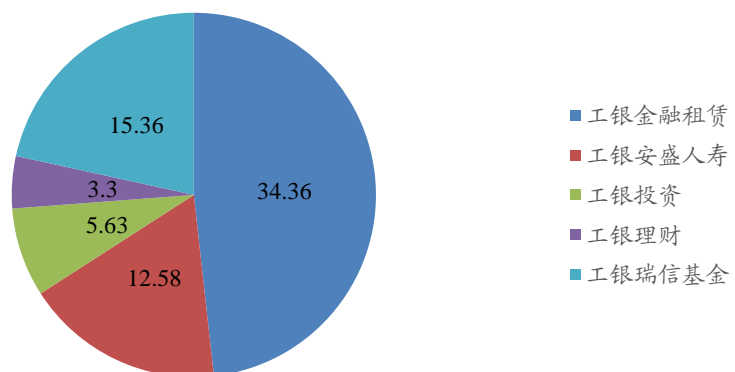
图6： 工商银行2019年手续费及佣金收入领先行业(亿元)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

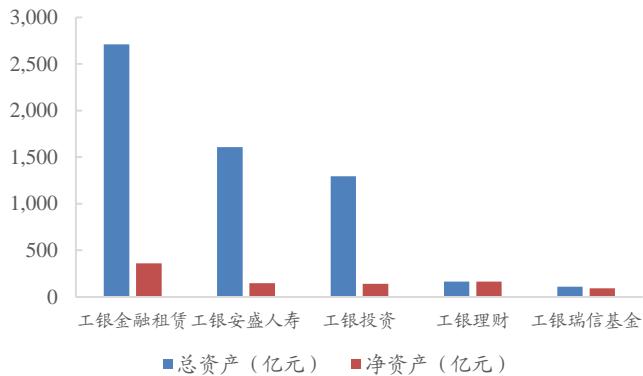
境内子公司业务多元化，为盈利做贡献。公司旗下主要的子公司有工银瑞信基金管理有限公司、工银金融租赁有限公司、工银安盛人寿保险有限公司、工银金融资产投资有限公司以及工银理财有限责任公司等。工银瑞信主要从事基金募集、资产管理等业务，拥有多项业务资格，是业内具有“全资格”的基金公司之一。2019年末其总资产达110.42亿元，净资产达93.41亿元，同时净利润15.36亿元，较上年增长0.4亿元。工银安盛深入业务结构转型，着力发展健康保障类业务。2019年末实现净利润12.58亿元，保费增长较快，全年实现527亿保费收入。工银租赁扶持实体经济，尤其是航空、能源及交通等重大领域大型设备的金融租赁业务，总资产和净资产居子公司首位，净利润2019年实现34.36亿元。工银投资是国务院确定的首批试点银行债转股实施机构，年度新增投资项目规模领先同业。

图7： 境内各子公司2019年净利润情况(亿元)



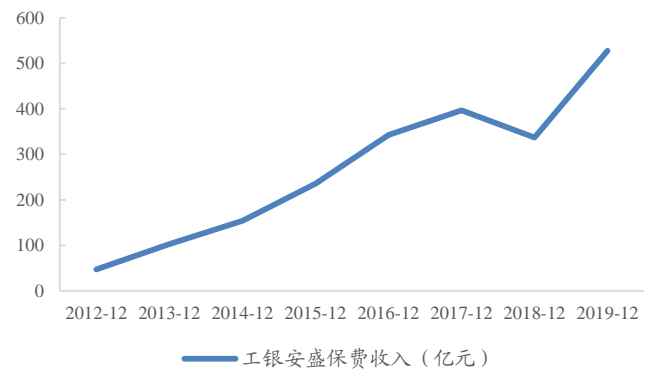
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8: 工商银行境内子公司资产规模情况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图9: 工银安盛保费 19 年增速为 56.5%



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

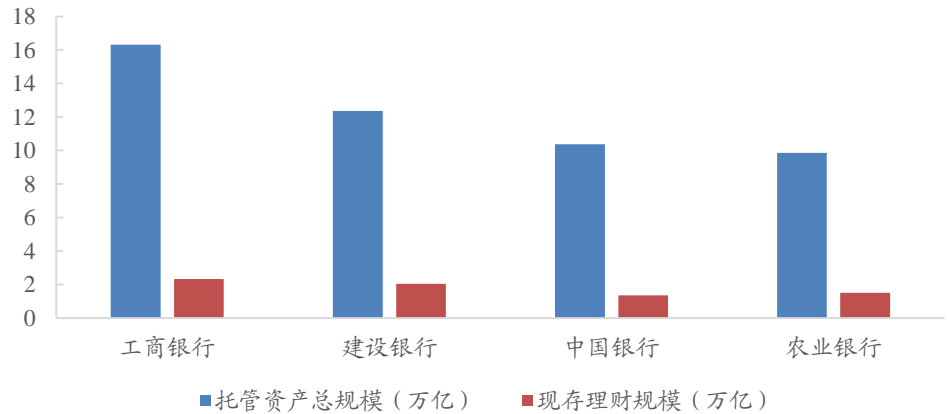
率先设立理财子公司，理财业务领军地位难以撼动。截至 2019 年末，共有 9 家银行理财子公司获批开业，理财子公司已开业的六大行合计非保本理财规模在 19 年上半年为 11.36 万亿元，为行业 51.2%。工银理财作为首批获准开业理财子公司，主要从事理财产品发行等业务。多元化子公司拉动综合性经营模式，为公司利润增长做出卓越贡献。据统计，2019 年末，工银理财总资产 163.97 亿元，净资产 163.30 亿元，实现净利润 3.30 亿元。

工商银行理财产品体系架构不断完善，成功打造“添金宝”“鑫得利”“鑫稳利”“鑫添益”“博股通利”“全鑫权益”等多条主力产品线。同时推动工银理财与母行在渠道销售、产品布局、项目推荐、风险管控、系统运营、区域理财以及境外发展等方向协同发展。资产方面，工商银行托管资产规模平稳增长，2019 年上半年实现托管规模 16.31 万亿元，领先居第二位的建设银行接近 4 万亿元，国内第一大托管银行地位难以撼动；另外，公司理财规模也居行业首位。在供给侧改革和经济转型升级推动投资管理新模式，通过债权投资、资本市场投资等多元化投资方式，进一步支持实体经济的发展。

表3: 截至 2019 年末，9 家理财子公司已开业

所属银行	注册资本 (亿元)	获批开业时间
工商银行	160	2019-06-06
建设银行	150	2019-06-03
农业银行	120	2019-08-08
中国银行	100	2019-07-04
交通银行	80	2019-06-13
邮储银行	80	2019-12-04
招商银行	50	2019-11-05
光大银行	50	2019-09-26
兴业银行	50	2019-12-19

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

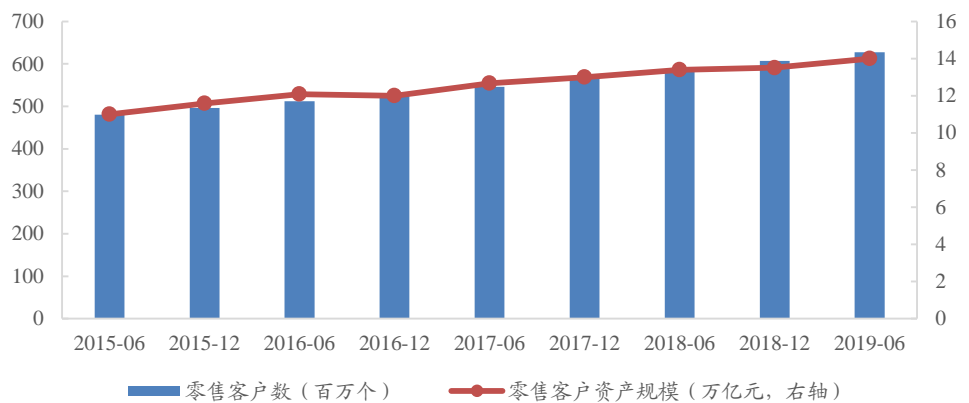
图10: 1H19 工商银行理财规模和托管资产规模居首位

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

1.2、“第一个人金融银行”战略推进零售业务发展

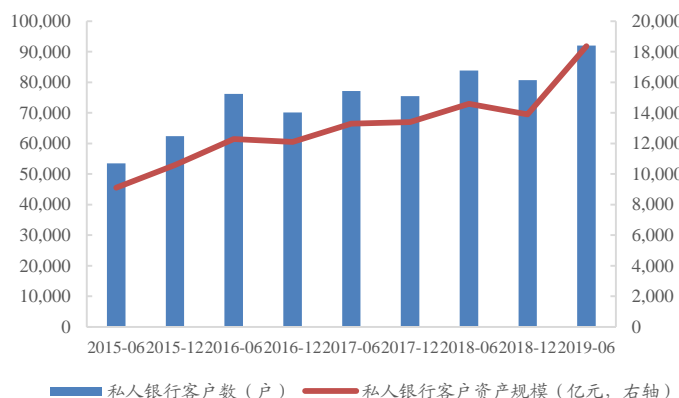
工商银行去年围绕全面打造“第一个人金融银行”，打造更加智慧化的零售金融新模式、新服务和新渠道，进一步提升市场竞争力，实现核心业务快速增长。十几年来，零售客户稳步增长，2019年上半年零售客户为6.27亿户，增加0.2亿户。

私人银行业务进一步增长。为实现“第一私人银行”的战略目标，公司推出“添利宝”“全鑫权益”多种专属理财产品和“财富优享”等专属保险产品，以满足客户的个性化要求；完善“君子智投”智能投顾系统，实现资产配置服务更加专业化、便捷化。工商银行的私人客户门槛为金融资产超过800万元。2019年上半年，公司私人银行客户数达92,070户，同比增长9.74%；资产规模达1.84万亿元，同业中仅次于招商银行。

图11: 工商银行零售业务稳步增长

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图12: 私人银行客户和资产规模逐年增加



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

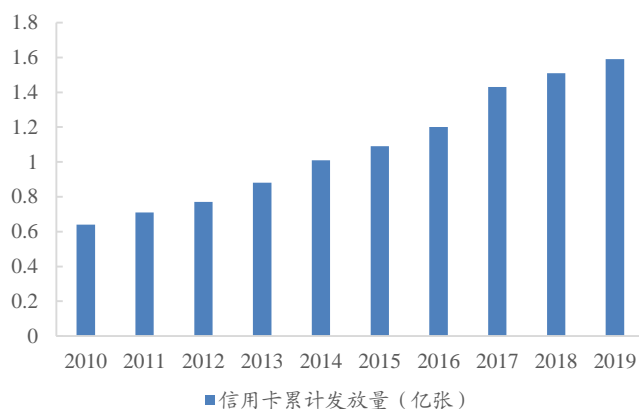
图13: 1H19 工商银行私人银行客户资产规模仅次于招商银行



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

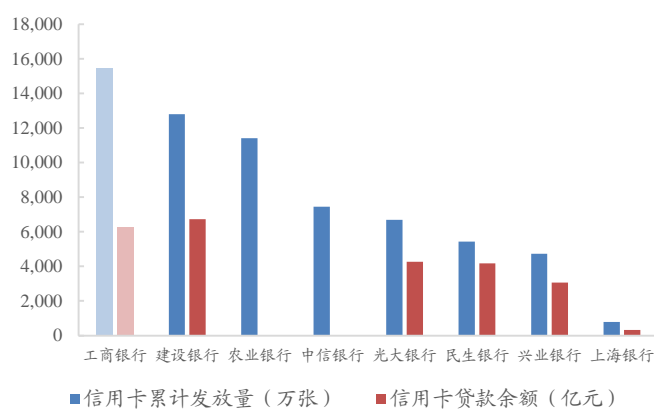
信用卡客户领先全球同业。信用卡率先推出 Visa 和 Master 卡，且产品进一步丰富，多年以来积累了大量优质客户。2019 年末信用卡发卡量达 1.59 亿张，在国内率先破亿，为国内客户总数最大的信用卡发卡行，2019 上半年信用卡余额 6,282 亿元，居同业前列。

图14: 工商银行信用卡数量逐年增加



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图15: 1H19 工商银行信用卡发行量居同业第一



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

1.3、国际化布局逐步完成，境外网点覆盖面广

国际化经营，持续完善全球网络布局。2019 年末，公司通过参股标准银行集团间接覆盖非洲 20 个国家，与 143 个国家和地区的 1,445 家境外银行建立了代理行关系，服务网络覆盖六大洲和全球重要国际金融中心。公司在“一带一路”沿线 21 个国家和地区拥有 129 家分支机构。通过直接设立子公司、控股或签订代理关系等方式，直接过间接将影响力辐射至六大洲和主要国际金融中心，国际化竞争优势突出。

资产规模小幅增长。2019 年，境外机构(含境外分行、境外子公司及对标准银行投资)总资产 4,056.83 亿美元，比上年末增加 213.79 亿美元，增加 5.6%，占集

团总资产的 9.4%。税前利润为 40.9 亿美元，较去年略有减少。

图16： 工商银行全球网点覆盖广泛



资料来源：工商银行 2019 年报，新时代证券研究所

表4： 境外机构情况

	资产(百万美元)		税前利润(百万美元)		机构(个)	
	2019 年末	2018 年末	2019 年	2018 年	2019 年末	2018 年末
港澳地区	197,279	182,777	2,105	2,017	107	104
亚太地区(除港澳)	108,867	98,766	1,139	1,025	90	91
欧洲	80,926	76,127	21	134	79	81
美洲	51,836	56,948	449	553	151	149
非洲代表处	-	-	-	-	1	1
抵消调整	(37,213)	(34,100)				
小计	401,695	380,518	3,714	3,729	428	426
对标准银行投资	3,988	3,786	376	386		
合计	405,683	384,304	4,090	4,115	428	426

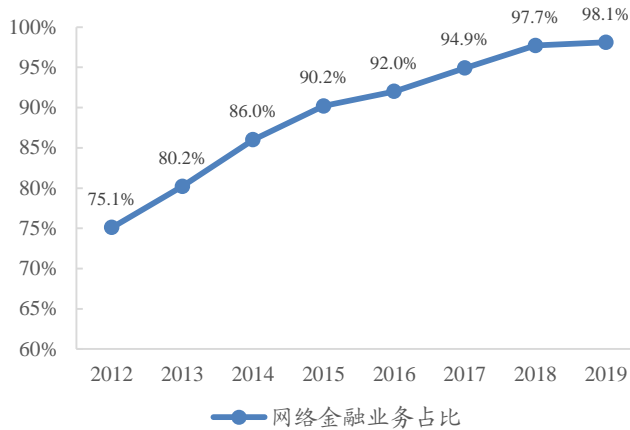
资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.4、金融科技全面普及，助力客户业务

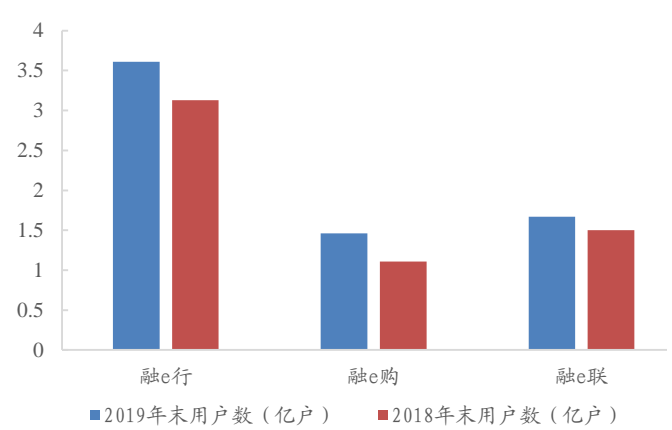
随着我国科技的快速发展，金融科技也在银行业应用的越来越广泛。工商银行的网络金融业务近年来大力发展，成立工银科技有限公司、金融科技研究院，构建“一部、三中心、一公司、一研究院”的金融科技新布局，近年来网络金融业务占比逐渐增加。截至 2019 年末，网络金融业务已经占比 98.10%。

数字化金融为客户提供全面服务。个人业务方面，融e行、融e购、融e联等

核心平台创新了线上渠道的服务模式，推动了零售业务的智慧转型。尤其是“第一个人金融银行”的全面打造，使个人客户服务得以提升。2019年末个人金融平台的总用户已达6.74亿户，活跃度稳居同业第一。公司业务方面，数字化普惠金融扶持小微企业发展，2019年末，普惠性小微贷款余额4715.21亿元，较去年增长52.05%。

图17: 网络金融业务占比逐年增加


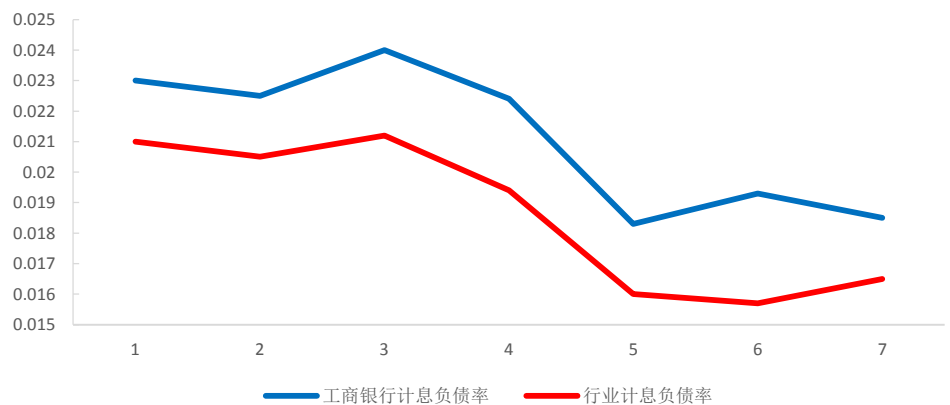
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图18: 私人银行客户和资产规模逐年增加


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2、负债以客户存款为主，成本优势明显

从工商银行的计息负债付息率来看，这一指标明显低于行业平均。此外，其存款规模行业领先，同业资产与客户存款互补，且活期存款占比高。因此，负债成本领先大多数银行，负债结构优异，这也是工商银行一大竞争优势。

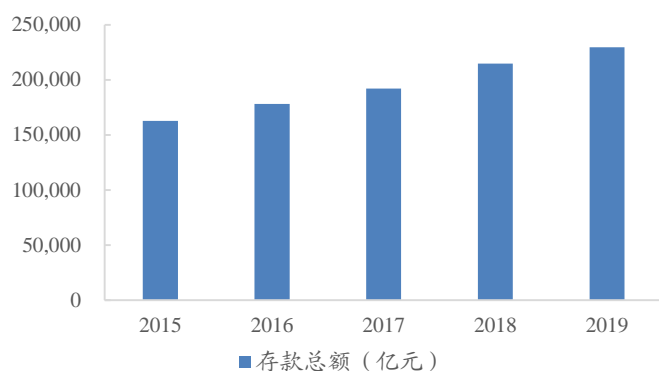
图19: 工商银行平均计息负债付息率低于行业


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.1、负债以存款为主，结构优异

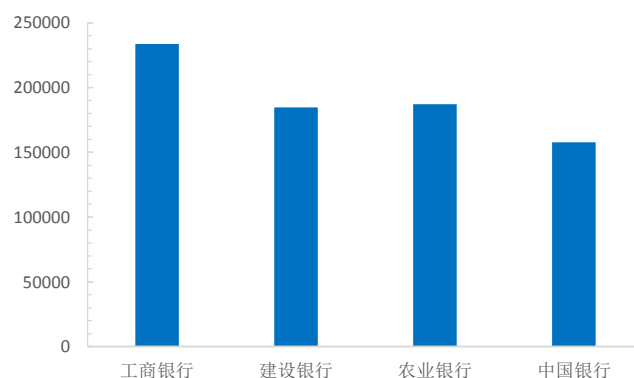
存款规模行业领先，负债结构优异。2019年末，工商银行存款总额达229,776.55亿元，比上年末增长7.3%，存款规模居四大行之首。负债结构中，虽较去年末占比减少了0.6%，但2019年末客户存款占比仍高达83.8%。可以看出，存款和同业资金的占比呈互补的趋势，且同业资产占比很低。我们认为，现阶段工商银行是以存款规模为参考，调整同业资产规模。客户存款公司不可控，而同业资产较存款虽成本率较高，但总体在负债中还是利率较低，因此工商银行可以控制同业资产的规模，来调整负债结构。

图20：工商银行存款总额逐年增加



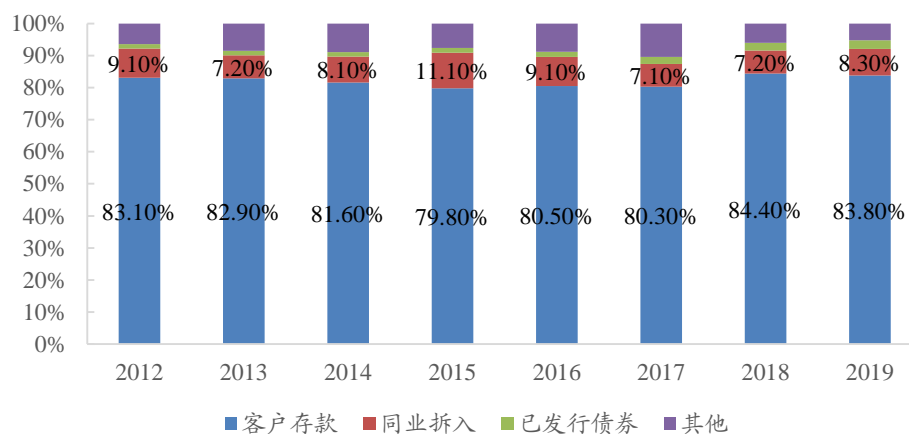
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图21：20193Q 工商银行存款总额居同业首位



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图22：工商银行负债结构以存款为主

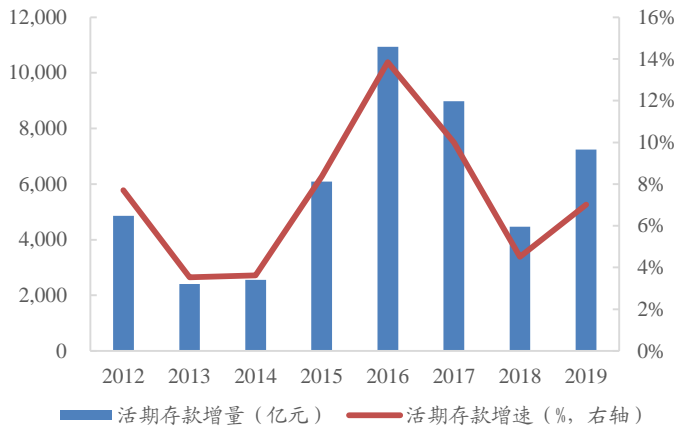


资料来源：Wind，新时代证券研究所

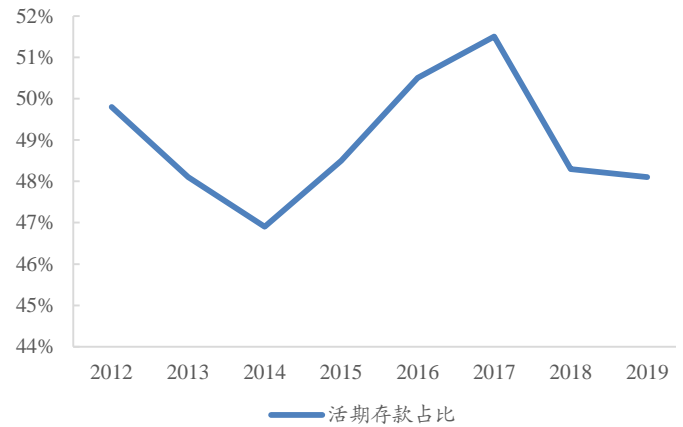
2.2、活期存款占比高，个人存款占比回升

活期存款占比高。各类负债中显然低成本的活期存款占比最高。可以看出，工

商银行自 2014 年后，着重发展活期存款业务，随后占比逐渐回升；受脱媒时代的影响，2018 年以来活期存款占比，2019 年末活期存款占比 48.10%，占比仍然很高。

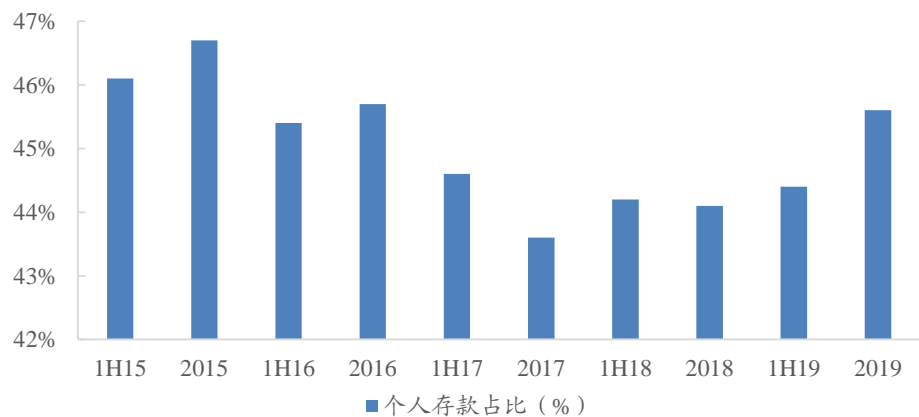
图23: 工商银行活期存款增速回暖


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图24: 工商银行活期存款占比仍然很高


资料来源：Wind，新时代证券研究所

个人存款占比逐渐回升。工商银行近年来致力于深入线下网点转型和服务升级，同时金融科技的发展为个人客户打造个性化服务，因此个人存款几年来稳步增长，2019 年末占比高达 45.60%，在行业内领先。

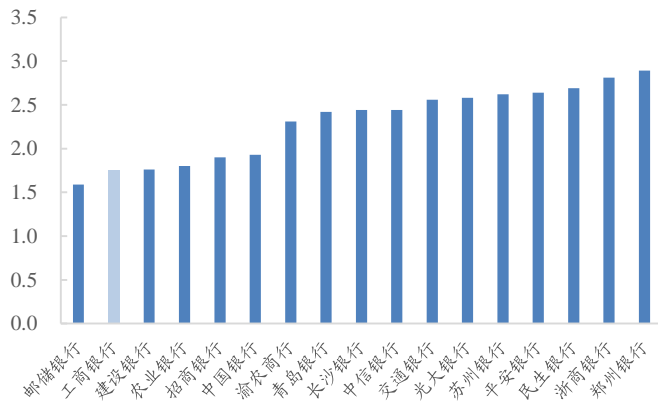
图25: 个人存款占比回升


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.3、负债成本低，表现亮眼

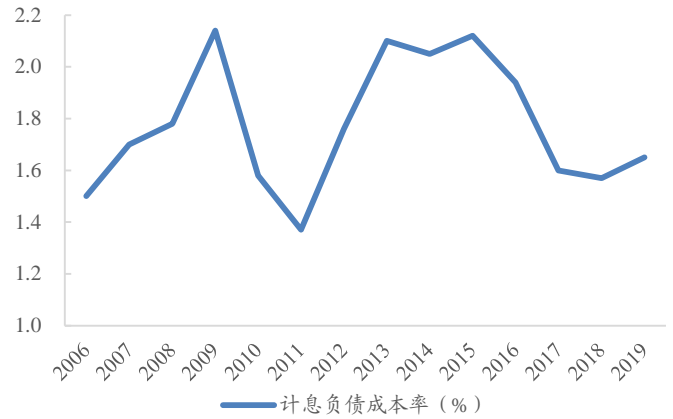
负债成本总体较低，优势突出。工商银行的负债成本较低，主要是由于，一方面，工商银行庞大且优异的客户基础为其带来了较多低成本的活期存款等资金来源，因此其计息负债率处于行业低位，仅次于邮储银行。自 2015 年末开始，该指标呈下降趋势，近两年来稳定在低位，这与公司的存款规模和占比不断上升有关。另一方面，其主动负债的利率低于行业，占比较低。同业拆入和存放款项自 2015 年末开始不断减少，近两年小幅回升。2019 年末总体占比 8.3%，低于 2017 年 8 月工商银行提出的将同业资产和负债比重控制在 10% 以内的自我约束。

图26: 3Q19 计息负债成本率仅次于邮储银行 (%)



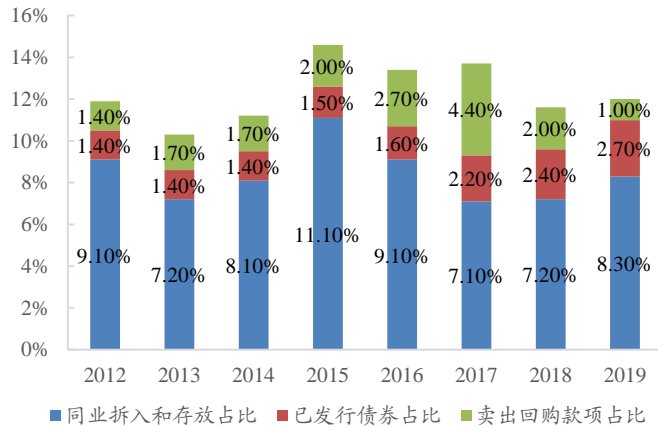
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图27: 工商银行计息负债成本率 19 年回暖



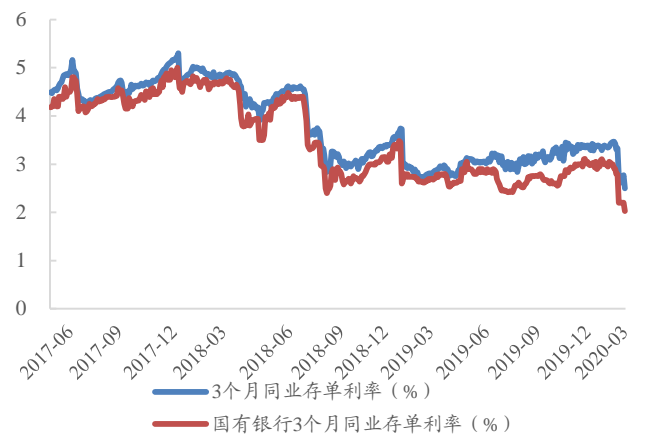
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图28: 同业拆入和存放款项自 2015 年开始减少



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图29: 四大行同业存单利率明显低于行业平均



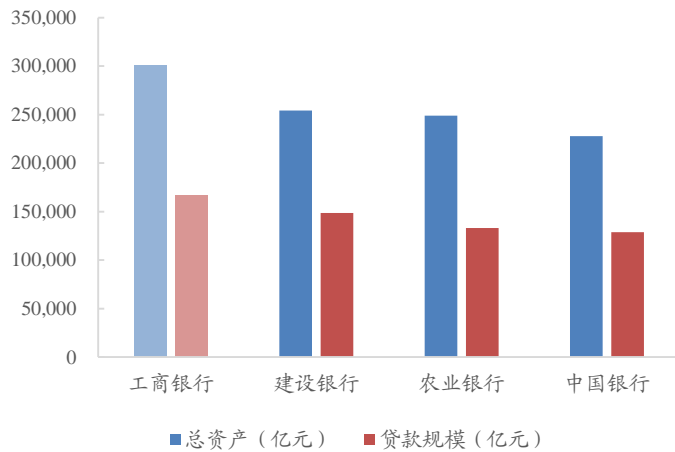
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3、资产端优势突出，信贷结构完善

3.1、资产规模庞大，信贷结构完善

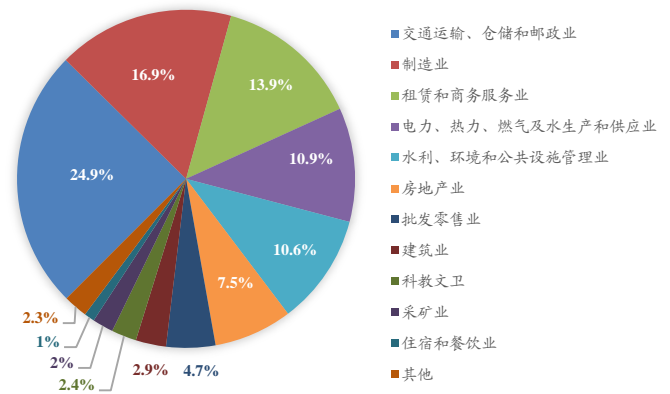
资产和贷款行业领先，信贷行业结构多元化。2019 年末，工商银行总资产突破 30 万亿元，各项贷款比上年末增加 13,414.14 亿元，增长 8.7%。无论是总资产还是总贷款规模，工商银行都在行业处于领先地位。同时，公司持续推进信贷结构调整，加快“1+3”信贷布局调整，基础产业板块和幸福产业、先进制造业、物互联三大领域实现较快增长。

图30: 工商银行总资产和贷款在3Q19仍持续领先



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图31: 公司信贷布局完善

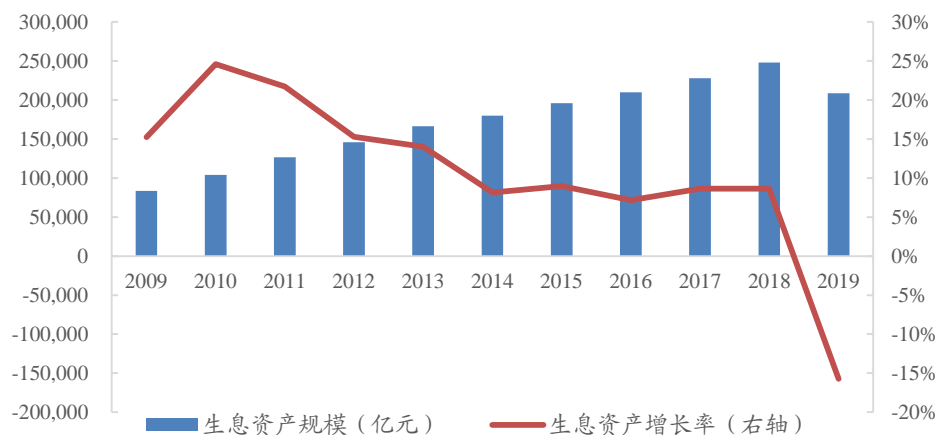


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3.2、生息资产仍以贷款为主，收益率回升

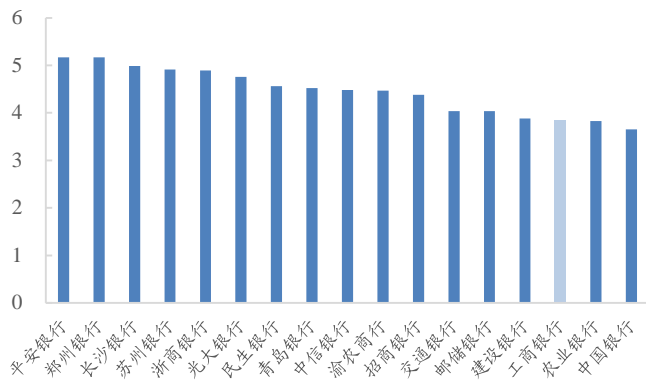
生息资产规模下降，收益率回升。公司 2019 年末生息资产规模为 208,796.3 亿元，下降 15.7%。由于近年来公司对贷款资质审慎更加严格，信贷风险偏好总体较低，工商银行在行业中的生息资产收益率处于低位，但在四大行中相对较高。2019 年末公司生息资产收益率为 3.81%，较 2018 年末增长 0.14%，开始逐步回升。我们认为，依托强大的客户基础以及“客户至上”的服务理念，资产收益率将会不断增加。

图32: 生息资产规模仍然较高



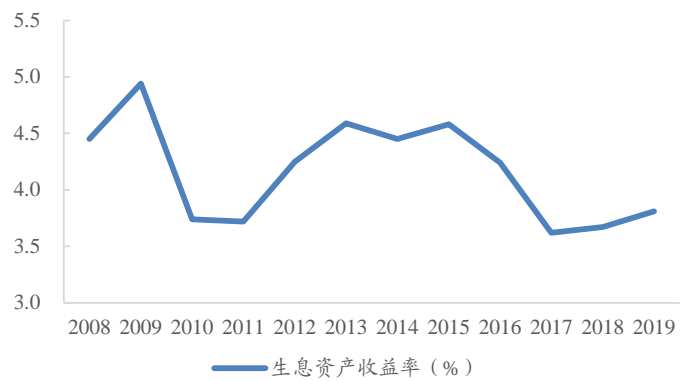
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图33: 工商银行生息资产收益率在四大行中排名较高



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

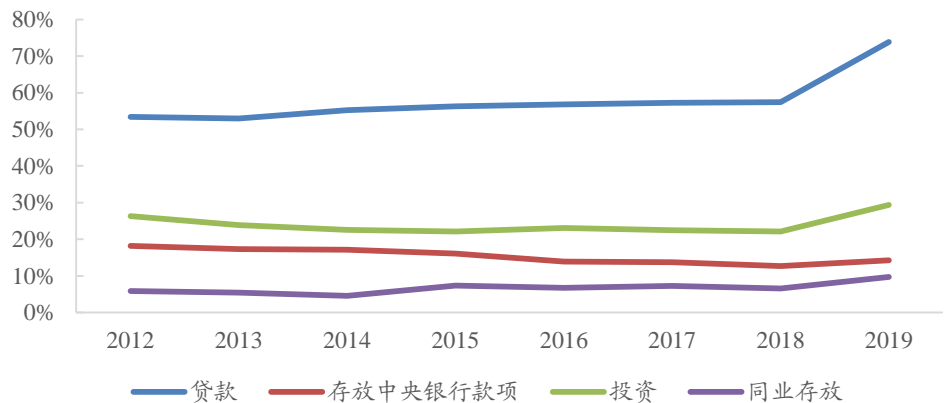
图34: 生息资产收益率开始回升



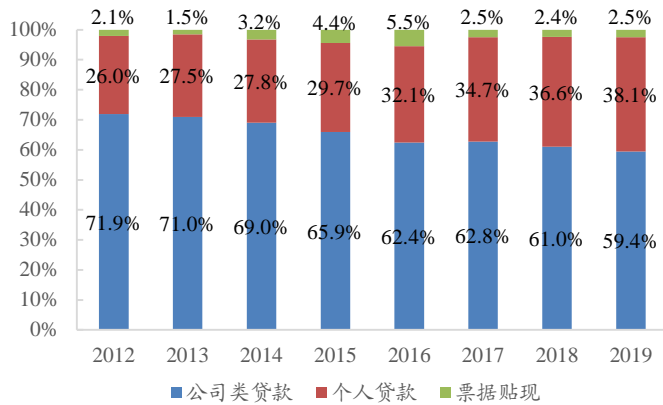
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

生息资产仍以贷款为主, 结构完善。2019 年末贷款占比大幅增加, 增长 16.41%, 且呈持续上升的趋势, 这与工商银行近年来加快创新转型、提高服务实体经济的适应性以及扎实推动各项业务高质量的发展是分不开的。随着“第一个人金融银行”战略目标的全面推进以及更加智慧化的零售金融新模式的应用, 个人贷款比上年末增加 7,470.50 亿元, 增长 13.3%; 同时比例不断上升, 2019 年末已占比 38.10%。个人贷款以房贷为主, 房贷去年末增加 5,763.18 亿元, 增加 12.6%; 个人经营性贷款增加 1,299.13 亿元, 增加 60.1%, 主要是个人 e 抵快贷、经营快贷等普惠领域线上贷款产品快速增长所致。

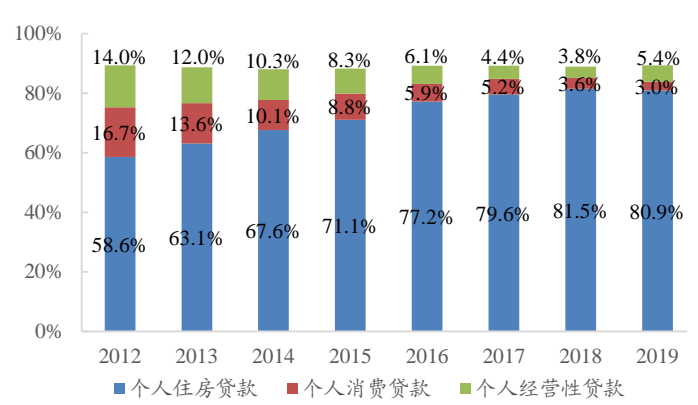
图35: 贷款占生息资产比例创新高



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图36: 生息资产以公司贷款为主, 个人贷款占比增加

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

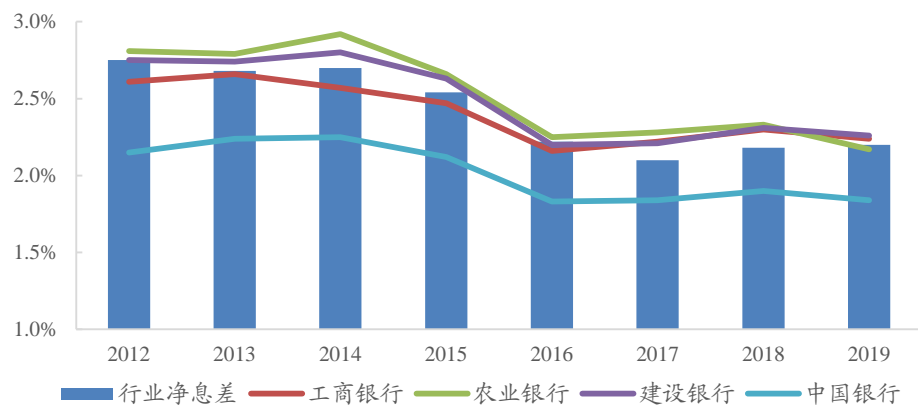
图37: 个人贷款以房贷为主

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

4、负债成本优势拉动净息差, ROE 较高

4.1、负债端的低成本拉动净息差

净息差高于行业平均。净息差反映的是资金运营能力以及风险偏好。受央行多次降息的影响, 2019 年末净息差为 2.24%, 与上一年相比下降了 0.06%。但纵向来看, 工商银行净息差仍然高于行业平均 2.20% 的水平, 与建设银行位列四大行之首, 这主要是由于负债端的低成本优势。我们认为, 从长远来看, 在行业资产端整体风险偏好下降的背景下, 随着市场利率的进一步下行, 高占比的活期存款会使工商银行的负债端成本优势不断显现, 净利差有望回升。

图38: 工商银行净息差高于行业平均

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

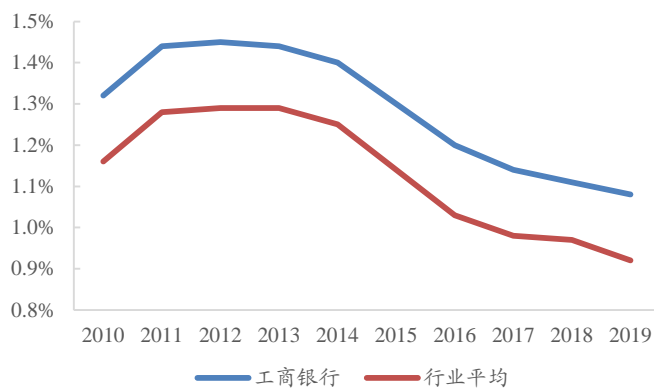
4.2、ROA 及 ROE 持续保持领先

ROA 与行业平均差值稳定。工商银行 2019 年的 ROA 为 1.08%, 仍然领先于

行业 0.16%。13 年以来的不良压力导致工商银行盈利压力增加，ROA 呈下降的趋势。但近年来依靠稳健发展的资产端和成本率占优的负债端，工商银行 ROA 与行业平均差值稳定，在行业中仍然处于较高水平。

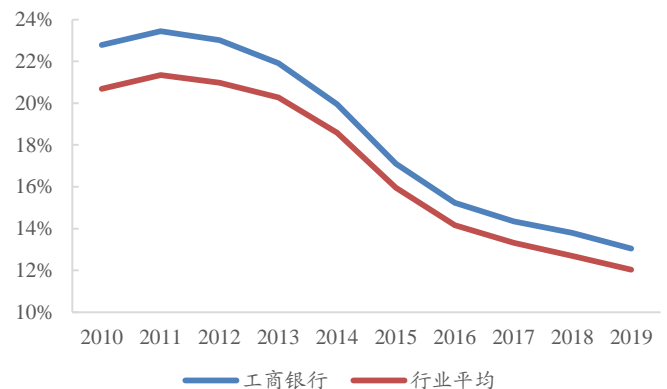
ROE 高于行业平均，尽显龙头风范。2019 年工商银行贷款占比增加，盈利能力稳定，加权平均 ROE 为 13.05%，超行业平均 1.02%。这也得益于公司良好的客户基础，以及坚持多元化的业务机构，积极拥抱互联网，锻造“大行工匠”。我们认为，凭借着工商银行在业内稳如磐石的地位和盈利能力，其 ROE 将持续高于行业平均。

图39: 工商银行 ROA 高于行业平均



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图40: 工商银行 ROE 高于行业平均



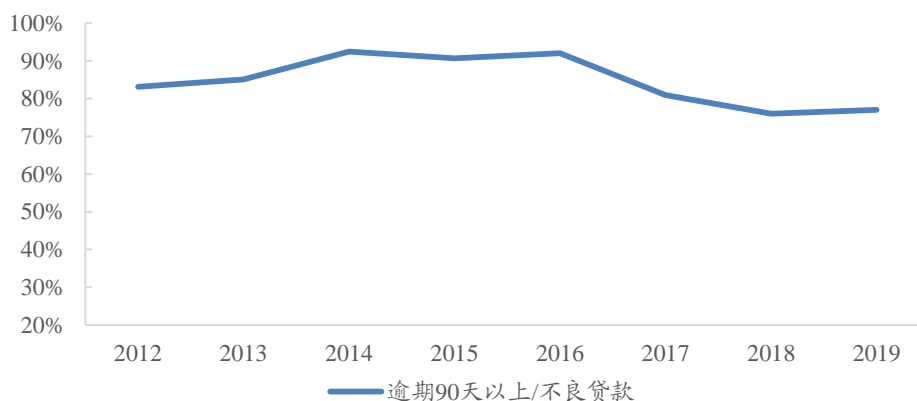
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

5、资产质量不断向好，拨备和资金压力小

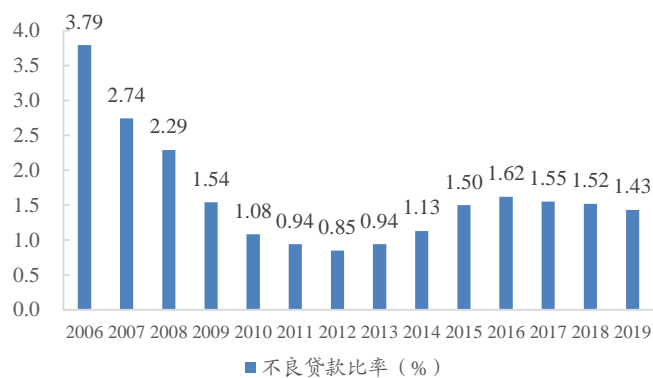
5.1、不良认定严格，资产质量改善

不良贷款认定标准严格。通常来说，90 天以上的逾期贷款与总不良贷款的比例越小，则不良贷款提取的比例越高，其认定标准就越严格；且对于各银行来说，这一比例小于 1 则说明银行的认定标准较为严格。工商银行逾期 90 天以上贷款/不良贷款这一比例常年低于 1，且自 2016 年以来，比例持续走低，截至 2019 年末，这一指标达 77.08%。由此能够看出工商银行严格的不良贷款认定标准。

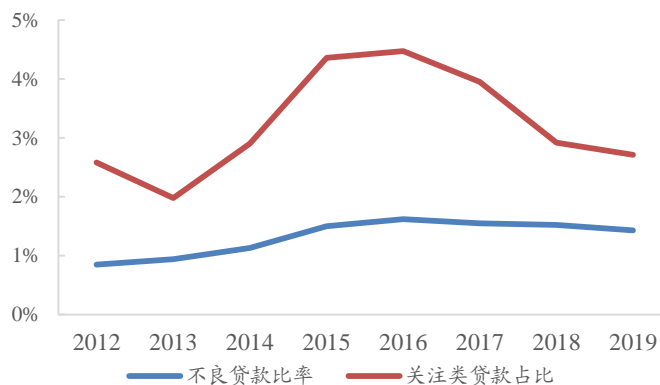
资产质量改善，关注类贷款大幅走低。工商银行不良贷款比例率自 2006 年以来不断下降，后小幅上升，但一直维持在较低水平。自 2016 年开始再次稳步下降，截至 2019 年末，不良贷款比率 1.43%，较上年下降 0.09 个百分点。与不良贷款不同的是，关注类贷款自 2016 年下降幅度颇大，截至 2019 年末，关注类贷款比率为 2.71%，较 2016 年峰值下降了 1.76%。关注类贷款和不良贷款作为不良贷款的前瞻性指标，近年来不断下降，意味着工商银行的资产质量优异，且不断向好。

图41: 工商银行不良贷款认定严格

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图42: 不良贷款比例稳步走低

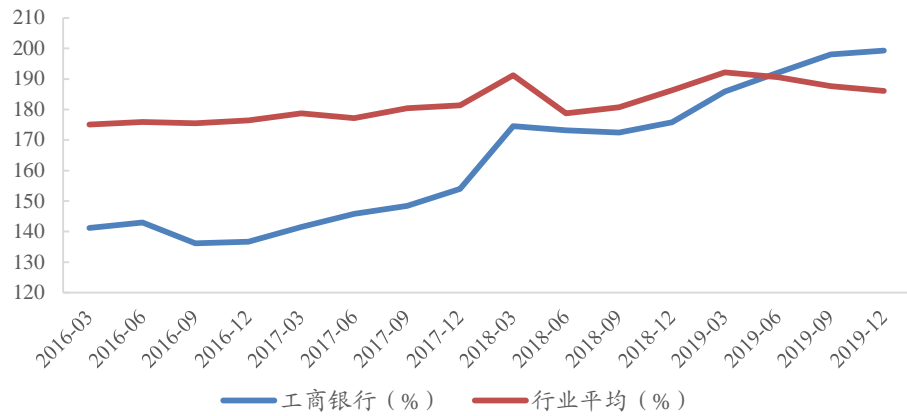
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图43: 关注类贷款下降幅度大

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

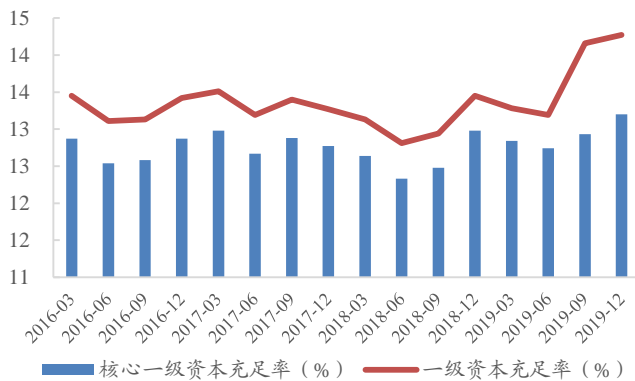
5.2、拨备覆盖率高持续增高，拨备压力小

拨备覆盖率增速高，远超行业平均。2019年年底，工商银行的拨备覆盖率已达199.32%，远超传统150%的标准线。前些年一直低于行业平均的压力也使公司奋起直追，在2019年2Q高速赶超行业平均拨备覆盖率，并保持高速增长的状态。因此，公司的拨备压力相对较小，资产质量优异。

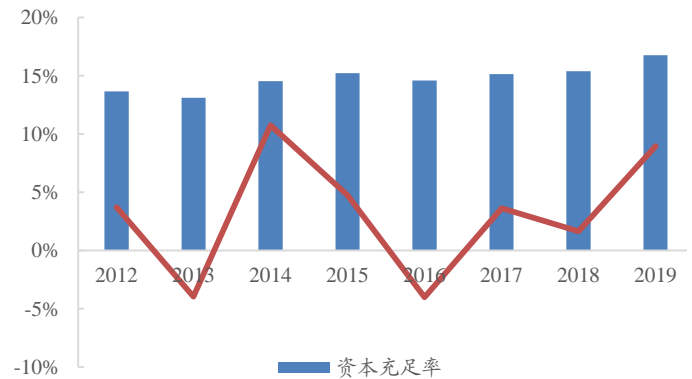
图44: 拨备覆盖率增速高

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

资本压力较小。近年来,公司的核心一级资本充足率和一级资本充足率稳步上升,2019年4Q分别达13.2%和14.27%,远远超过国内监管要求。资本充足率2019年达16.77%,增速为8.97%,创今年来增速新高。由此可见,公司资产质量较好,资本压力小,信用风险较低。

图45: 核心一级资本充足稳步上升

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图46: 资本充足率增速提升

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

5.3、公司投资结构好,不良忧患小

公司投资以债权投资为主,信用风险低。2019年末,公司加大投资力度,投资以债券为主,总体占比高达89.7%,投资金额6.9万亿元,比上年末增长13.5%。债权投资结构优异,以政府债券、央行债券以及政策性银行债券等风险低的债券类型为主。为支持实体经济发展,公司综合考虑债券市场供给和债券投资价值,将继续加大对政府债券和优质企业债券的配置力度。

表5: 工商银行投资以债券投资为主

投资情况	2019年12月31日		2018年12月31日	
	金额(百万元)	占比(%)	金额(百万元)	占比(%)
债券	6,862,850	89.7	6,049,076	89.6
权益工具	135,882	1.8	57,909	0.9
基金及其他	558,366	7.3	563,346	8.3
应计利息	90,019	1.2	84,361	1.2
合计	7,647,117	100.0	6,754,692	100.0

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

表6: 工商银行投资债券风险较低

项目	2019年12月31日		2018年12月31日	
	金额(百万元)	占比(%)	金额(百万元)	占比(%)
政府债券	4,767,297	69.5	4,040,956	66.9
中央银行债券	21,979	0.3	32,746	0.5
政策性银行债券	652,522	9.5	774,732	12.8
其他债券	1,421,052	20.7	1,200,642	19.8
合计	6,862,850	100.0	6,049,076	100.0

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

6、估值水平与投资建议

6.1、相对估值

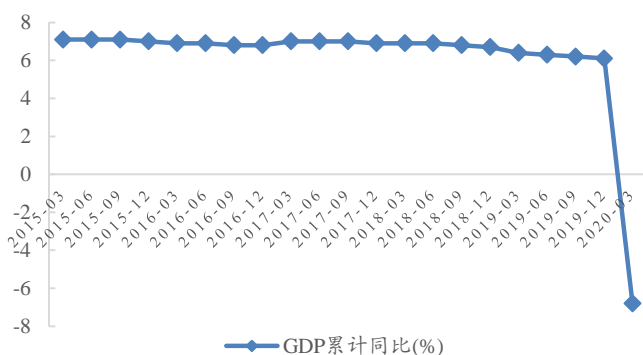
相对估值方面,我们认为可以将之与海外和国内两个层面进行比较。国内方面,工商银行的行业领先地位是毋庸置疑的,无论是从优质客户基础还是综合业务方面,工商银行都具有绝对优势。我们将工商银行与可比上市银行的数据作比较。具体来说,在资产方面,工商银行常年持审慎态度,因而其信贷资产质量优良,不良率处于行业地位;负债方面,占比很高的存款业务使得工商银行保持较低的负债成本。因此综合起来看,工商银行净息差常年处于行业中上游水平,未来有望持续回升。另外,银行业是国民经济体系重要的组成部分和核心产业,疫情以来,我国GDP增速冲击较大,尤其是2020年第一季度,GDP同比增长-6.8%,是近年来首次出现负增长的情况。因此,银行业的此前持续、快速发展短期可能受限,银行整体估值可能较此前有所下降。而工商银行仍然是享有小幅估值溢价。海外市场方面,根据银行家排名,工商银行2019年仍然稳居第一,资本充足率高,资产规模庞大,盈利能力也居前列,但跟国外著名银行相比,资产不良率偏高,息差水平较低,这些也都是我国金融强监管和去杠杆的结果。因此,整体估值也受影响。但仍可以看出,工商银行的ROE仍然处于中上游的水平,综合疫情的影响和GDP变化来看,我们预计2020E的PB为0.8-0.85倍,对应股价为6-6.38元。

表7: 国内外银行估值对比

名称	代码	净利润同比增长率(%)			市盈率 PE			市净率 PB			净资产收益率 ROE(%)		
		19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
摩根大通	JPM.N	12.19	-5.72	7.06	12.62	8.96	8.37	1.27	1.11	1.03	11.43	10.7	12.12
花旗集团	C.N	9.28	-6.04	11.38	9.6	5.25	4.9	0.88	0.8	0.92	10.04	9.34	10.2
富国银行	WFC.N	-11.2	-1.55	10.09	12.68	6.59	5.98	1.32	1.01	1.54	10.2	10.1	11.15
三菱日联	MUFG.N	11.44	-41	506	7.11	6.3	5	0.84	0.5	0.62	11.9	10.1	11.7
汇丰银行	HSBA.N	-45.3	16.71	18.43	18	12.23	11	0.58	0.71	0.69	4.01	5.88	6.69
国内银行业平均	-	9.31	10.87	12.13	7.31	6.22	5.49	0.84	0.79	0.7	10.69	10.5	10.21
工商银行	601398.SH	4.89	4.72	4.87	5.88	5.61	5.35	0.78	0.68	0.64	12.4	12.1	11.92
建设银行	601939.SH	4.74	5.27	4.83	5.95	5.65	5.39	0.76	0.74	0.7	12.04	12.33	11.86
农业银行	601288.SH	4.59	5.19	4.03	5.68	5.4	5.19	0.69	0.58	0.55	11.72	11.6	11.4
中国银行	601988.SH	4.06	0.74	3.28	5.62	5.58	5.41	0.64	0.59	0.54	10.82	10.44	9.88
招商银行	600036.SH	15.28	12.79	14.72	8.92	7.91	6.9	1.44	1.17	1.02	16.13	16.01	16.2
交通银行	601328.SH	4.96	3.26	4.53	4.99	4.83	4.62	0.56	0.51	0.49	10.36	10.3	9.96
邮储银行	601658.SH	16.48	12.19	13.5	7.51	6.69	5.9	0.92	0.8	0.71	11.97	11.6	11.4
民生银行	600016.SH	6.94	4.74	5.13	4.71	4.5	4.28	0.56	0.57	0.52	11.46	11.03	10.74
中信银行	601998.SH	7.87	8.01	7.06	5.23	4.85	4.53	0.57	0.54	0.51	10.47	10.2	10
光大银行	601818.SH	10.98	9.52	11.66	5.07	4.63	4.15	0.6	0.55	0.51	10.57	10.03	9.89
平安银行	000001.SZ	13.61	14.68	15.32	8.87	7.73	6.68	0.92	0.88	0.87	10.2	10.7	10.5
浙商银行	601916.SH	12.48	11.46	12.56	6.68	5.99	5.33	0.78	0.77	0.82	11.38	12.43	12.8
郑州银行	002936.SZ	7.4	7.82	8.33	7.03	6.52	6.02	0.75	0.68	0.64	8.73	10.99	10.87
苏州银行	002966.SZ	3.61	11.04	11.94	11.66	10.5	9.38	1.04	0.96	0.9	9.63	8.76	8.53
青岛银行	002948.SZ	12.92	13.79	19.23	9.91	8.71	7.3	1.03	0.96	0.89	8.03	10.58	11.6

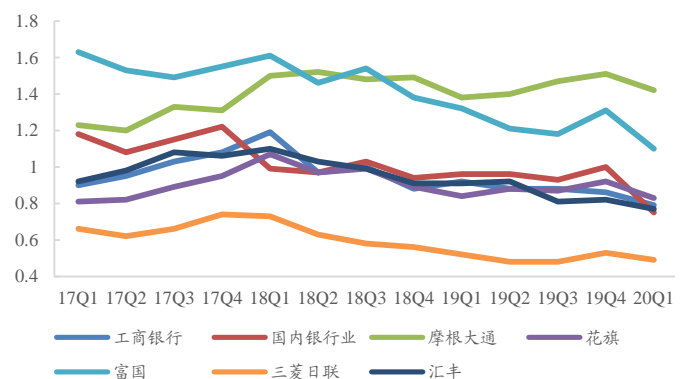
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图47: 3月 GDP 出现负增长



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图48: 工商银行估值水平处中游



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

6.2、绝对估值

我们使用两阶段 DDM 模型估值，以未来的三年作为短期，接下来作为永续增长长期。设定估值的假设条件为：

1、假设市场无风险利率由过去一年的五年期国开债到期收益率均值得出，3.35%； β 值为 0.72，选择过去两年的上证综合指数作为反映市场收益的指数，并选择“周”作为计算收益率的时间周期。若选择数据的时间太短，收益率容易受到非交易因素的影响；若数据的时间太长，数据将不够充分。因此我们用 2018 年 4 月 30 日至 2020 年 4 月 30 日的上证综合指数及工商银行股票的收益率为样本进行回归分析。求出长期 β 系数均回归值。

2、我们测算出市场风险溢价为 6.33%。选择 2007 年至 2019 年的上证指数年平均收益率作为市场预期收益率的代表，测算出年平均收益率为 9.68%，与无风险利率作差得出市场风险溢价为 6.33%。

3、长期利润增长率为 4%。工商银行利润增长率首先可以通过对历史数据分析。我们取过去三年公司净利润增长率的均值，得出 3.90%。由于工商银行是世界一流大行，与中国经济整体的密切相关。自 2014 年，工商银行利润增长率与中国经济增速相匹配，但是受金融去杠杆和近期疫情影响，2020 年 1 季度 GDP 同比呈负数，但长期会缓慢恢复如初。综合考虑到商业银行净利润增长率和 GDP 增速的正相关关系以及过去三年工商银行的平均净利润增速，我们给出工商银行长期利润增长率为 4%。

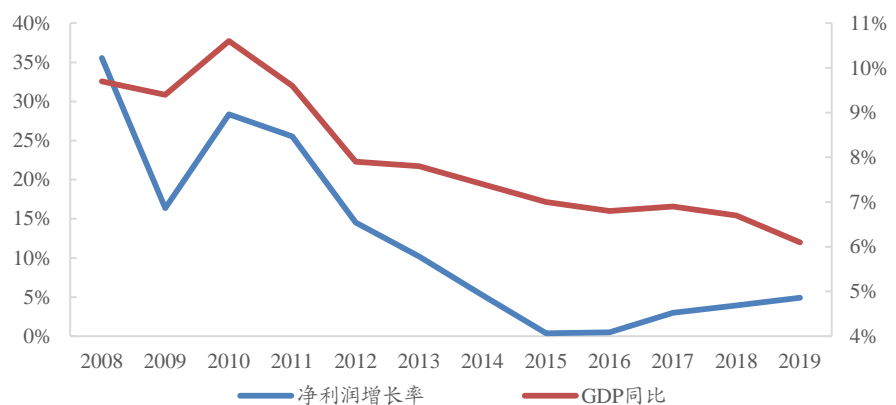
4、假设股利分红率为 30%，根据过去几年这一恒定的数值推测得出。

5、由于工商银行一直保持行业竞争优势，未来净利润可观。我们假定永续期的 ROE 水平为 10.5%，仍然是高于行业平均 10% 的。永续期 ROE 较短期较低的原因主要是长期以来银行业的整体估值偏低，且与其通常致于我国 GDP 的增速有关。

6、由于永续增长率和折现率对预测结果的影响较大，因此我们用这两个因素来做敏感性分析。

按照以上主要假设条件，采用 DDM 绝对估值法得出的股价为 5.92-6.37 元。

图49： GDP 与工商银行净利润增长率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

表8: 上证综合指数年均收益率

年份	上证综指年收益率	平均收益率
2019	22.30%	
2018	-24.59%	
2017	6.56%	
2016	-12.31%	
2015	9.41%	
2014	52.87%	
2013	-6.75%	9.68%
2012	3.17%	
2011	-21.68%	
2010	-14.31%	
2009	79.98%	
2008	-65.39%	
2007	96.65%	

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

表9: DDM 模型关键性假设

关键性假设	数值
长期增长率	4.00%
无风险利率 R_f	3.35%
β (levered)	0.72
$R_m - R_f$	6.33%
K_e (levered)	7.91%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

表10: DDM 预测参数

	短期		永续期	
	2020E	2021E	2022E	
净息差	2.03%	2.05%	2.09%	2.2%
非息收入占比	29.88%	30.2%	30.33%	30%
营业成本/营业收入	31.44%	31.81%	33.09%	31%
所得税率	20.02%	20.02%	20.02%	20.02%
生息资产/总资产	97.7%	97.6%	97.5%	97%
贷款总额/生息资产	55.27%	56.29%	57.3%	55%
权益乘数	11.83	11.76	11.57	12
股利支付率	30%	30%	30%	30%
ROA	1.02%	1.01%	1%	0.9%
ROE	12.1%	11.92%	11.53%	10.5%
净利润增速	4.63%	5%	4.3%	5%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

表11: DDM 模型关键性假设

关键性假设	数值
长期增长率	4.00%
无风险利率 R_f	3.35%
$\beta(\beta_{levered})$	0.72
$R_m - R_f$	6.33%
$K_e(\text{levered})$	7.91%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

表12: 敏感性分析

	永续增长率						
	3.10%	3.40%	3.70%	4.00%	4.30%	4.60%	4.90%
7.01%	6.40	6.71	7.09	7.54	8.08	8.77	9.65
7.31%	5.97	6.23	6.54	6.90	7.34	7.87	8.53
折7.61%	5.60	5.82	6.08	6.37	6.72	7.14	7.66
现7.91%	5.28	5.46	5.68	5.92	6.21	6.55	6.96
率8.21%	4.99	5.15	5.33	5.54	5.78	6.05	6.38
8.51%	4.74	4.87	5.03	5.20	5.40	5.63	5.90
8.81%	4.51	4.63	4.76	4.91	5.08	5.27	5.50

资料来源: 新时代证券研究所

6.3、投资建议

综合两种评估方法,我们得出的公司股票估值水平为 5.92-6.38 元,相对于 2019 年的每股净资产,动态 PB 为 0.82 倍。

我们认为,工商银行的负债成本优势显著,资产端审慎,不良资产认定严格,总体来说,估值高于行业平均且经营风险低于同业,首次覆盖给予“推荐”评级。

6.4、股价驱动因素

长期股价催化剂:中国长期的经济结构发展,金融市场的进一步完善,以及工商银行致力的经营结构转型和改革等。

短期股价催化剂:较强的风控能力和比较低的风险指标。

7、风险提示

业务转型带来的经营风险:新任董事长陈四清的经营决策风险、业务转型带来的风险以及疫情冲击下不良贷款率异常升高等。

监管趋严导致政策风险:供给侧改革后,我国对银行业监管政策趋严,监管趋严限制了同业业务为代表的多项增加银行收入的业务发展。

疫情冲击带来的市场风险:中国经济受疫情影响的经济增速下行的风险、银行业信用风险、利率风险和流动性风险等。

其他风险:不可抗力带来的风险,例如新冠病毒使机构暂停营业。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
生息资产	27171267	29524223	31302268	33131805	35110208	成长能力					
贷款(毛额)	15097012	16374632	17655973	19049392	20565864	营业收入增速(%)	6.51%	10.52%	3.20%	7.20%	8.24%
减值准备	(412731)	(478498)	(441399)	(476235)	(514147)	净利润增速(%)	4.06%	4.89%	4.63%	5.00%	4.30%
贷款(净额)	15046132	16326552	17644992	19003575	20482136	手续费及佣金增速(%)	4.07%	7.09%	5.23%	7.33%	7.59%
存放央行及同业	5069074	5205470	5561065	5926654	6307943	净利息收入增速(%)	10.04%	9.50%	4.08%	6.91%	7.58%
债券投资	159818	230134	251142	263776	277598	贷款增速(%)	3.54%	5.78%	6.00%	6.00%	6.00%
非生息资产	528273	585213	643734	708108	778919	存款增速(%)	10.27%	7.33%	7.72%	7.33%	7.11%
贵金属	181292	238061	261867	288054	316859	盈利能力					
固定资产	253525	244902	269392	296331	325965	ROAE(%)	13.27%	12.40%	12.12%	12.30%	11.96%
在建工程	35081	39714	43685	48054	52859	ROAA(%)	1.11%	1.08%	1.05%	1.04%	1.03%
递延所得税资产	58375	62536	68790	75669	83235	拨备前ROAE(%)	23.75%	22.61%	22.44%	23.13%	22.91%
其他资产	200910	244283	268711	295582	325141	拨备前ROAA(%)	1.98%	1.97%	1.95%	1.96%	1.97%
资产总计	27699540	30109436	31946002	33839913	35889127	盈利驱动					
付息负债	24356072	26250376	28199001	28255604	30263045	平均生息资产收益率(%)	3.60%	3.66%	3.55%	3.59%	3.64%
存款	21408934	22977655	24751002	26566149	28455045	平均付息负债成本率(%)	1.60%	1.70%	1.70%	1.75%	1.81%
同业存入及拆入	1814495	2266573	2379409	539789	566430	净边际利率(%)	2.17%	2.14%	2.03%	2.05%	2.09%
卖出回购款项	514801	263273	266814	280155	294163	净利差(%)	1.99%	1.96%	1.86%	1.83%	1.83%
应付债券	617842	742875	801776	869511	947408	净息差(%)	2.17%	2.24%	2.03%	2.05%	2.09%
负债总额	25354657	27417433	29245910	30961684	32785948	费用收入比(%)	23.91%	23.28%	22.10%	22.30%	23.50%
股本	356407	356407	356407	356407	356407	所得税率(%)	19.79%	20.02%	20.02%	20.02%	20.02%
资本公积	151968	149067	149067	149067	149067	资产质量					
盈余公积	261720	292291	306906	322251	338363	不良贷款率(%)	1.53%	1.43%	1.33%	1.34%	1.35%
一般风险准备	279064	305019	318086	338666	360133	拨备覆盖率(%)	178.57%	204.35%	210.53%	216.42%	222.22%
未分配利润	1206666	1368536	1409592	1550551	1736617	拨备/贷款余额(%)	2.73%	2.92%	2.80%	2.90%	3.00%
股东权益合计	2344883	2692003	2700092	2878229	3103178	资本					
负债及股东权益	27699540	30109436	31946002	33839913	35889127	资本充足率(%)	15.39%	15.40%	15.42%	15.42%	15.43%
						核心资本充足率(%)	12.98%	13.10%	13.38%	13.54%	13.86%
						杠杆比例					
						贷存比(%)	69.78%	70.59%	70.58%	70.87%	71.33%
						贷款/总资产(%)	54.32%	54.22%	55.23%	56.16%	57.07%
						平均贷款/平均生息资产	54.89%	55.34%	55.85%	56.88%	57.86%
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.84	0.88	0.92	0.96	1.00
						每股拨备前利润	1.49	1.60	1.70	1.81	1.92
						每股净资产(最新摊薄)	6.54	7.51	7.528	8.02	8.65
						估值比率					
						P/E	6.59	7.04	5.62	5.35	5.13
						P/B	0.81	0.74	0.68	0.64	0.60
						P/POP	3.45	3.22	3.03	2.85	2.68
						股利支付率(%)	30%	30%	30%	30%	30%
利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E						
营业收入	773789	855164	882495	945992	1023959						
利息净收入	572518	606926	618794	660324	713398						
手续费佣金净收入	145301	155600	163733	175730	189067						
投资收益	18821	9500	8952	9881	11497						
汇兑收益	-8810	-3711	-3711	-3711	-3711						
营业支出	402602	464596	474343	517431	576985						
业务及管理费	185041	199050	195031	210956	240630						
资产减值损失	161594	178957	196853	216538	238192						
营业利润	371187	390568	408152	428561	446974						
营业外收入	2529	2222	3089	3311	3584						
营业外支出	(1303)	(1001)	(1328)	(1449)	(1616)						
拨备前利润	532781	569525	605005	645099	685166						
所得税	(73690)	(78428)	(82056)	(86162)	(89869)						
净利润	298723	313361	327857	344262	359073						
少数股东损益	1047	1137	1190	1249	1303						
归属母公司净利润	297676	312224	326667	343012	357771						

资料来源: Wind, 新时代证券研究所预测

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。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

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。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑嘉伟，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>