

工商银行 (601398)

息差环比改善，业绩符合预期

推荐 (维持)

现价：3.44 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.icbc.com.cn
大股东/持股	中央汇金投资有限责任公司/35.33%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	351,406
流通 A 股(百万股)	264,611
流通 B/H 股(百万股)	86,794
总市值 (亿元)	12,088
流通 A 股市值(亿元)	9,103
每股净资产(元)	3.86
资本充足率(%)	13.67

行情走势图



证券分析师

励雅敏	投资咨询资格编号 S1060513010002 021-38635563 LIYAMIN860@pingan.com.cn
黄耀锋	投资咨询资格编号 S1060513070007 021-38639002 HUANGYAO FENG558@pingan.com.cn
王宇轩	投资咨询资格编号 S1060513020001 021-38633846 WANGYUXUAN535@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：工商银行上半年实现归属于母公司净利润 1481 亿元，同比增 7.0%，符合我们预期(6.8%)，其中，营业收入同比增 8.7%，拨备前利润同比增 8.7%，贷款较年初增 7.3%，存款较年初增 7.6%。公司取得 ROA 和 ROE 分别为 1.51% (-2bps, YoY) 和 21.77% (-148bps, YoY)，成本收入比 23.95% (-40bps, YoY)。上半年净息差 2.62% (+4bps, QoQ)。不良率 0.99% (+2bps, QoQ)，拨备覆盖率 238.02% (-19 个百分点, YoY)。核心一级资本充足率 11.36%，资本充足率 13.67%。

平安观点:

■ 业绩符合预期，息差大行中表现最优

公司上半年利润增速符合我们的预期。我们估算公司 2 季度净息差 2.64%，环比上升了 4bps，相比已经披露业绩的农行 (-6bps QoQ) 中行(-2bps QoQ)，息差趋势表现最优。主要原因是：1) 公司加大信贷投放额度，高收益生息资产（贷款）占比较去年末上升 1.7 个百分点，而债券占比下降 1.1 个百分点。2) 债券收益率上升弥补存贷利差下降对息差的影响。目前公司贷款收益率（5.80%）处于同业较低水平。我们预计，如果负债端成本得到合理控制，下半年有望保持息差的相对稳定。

■ 资产质量仍存在较大压力

2014 年上半年公司不良率 0.99%，环比一季度上行 2bps。加回核销转出之后（上半年核销 127 亿，其中打包出售 40 亿），年化不良生成率 48BPs，仍有一定的资产质量压力。逾期贷款增加 450 亿，其中 300 亿新增 30 天以内，主要原因是公司执行了较同业更严格的归类口径。公司资产质量压力出现由小微企业向资源型企业扩散、江浙地区向沿海地区扩散的趋势。公司管理层认为，下半年不良将继续出现双升，但整体可控。

■ 维持盈利预测及“推荐”评级

上半年末工行核心一级资本充足率 11.36%（高级法），较 13 年权重法提升了 79bps，目前资本水平远高于监管要求，未来优先股的发行也将进一步提升公司长期发展空间。我们维持工行 2014/15 年盈利预测 EPS 0.80/0.87 元，对应净利润增速分别为 7%和 8%。目前股价对应 14 年 4.3X PE 和 0.8X PB，具备长期持有价值，维持“推荐”评级。

■ 风险提示：经济下滑导致资产质量恶化大于预期。

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	470,594	529,605	578,088	630,659	689,055
YoY (%)	23.7	12.5	9.2	9.1	9.3
净利润(百万元)	208,265	238,532	262,649	281,939	305,527
YoY(%)	26.1	14.5	10.1	7.3	8.4
ROE(%)	23.4	22.9	21.9	20.6	19.6
EPS(摊薄/元)	0.59	0.68	0.75	0.80	0.87
P/E(倍)	5.80	5.07	4.60	4.29	3.96
P/B(倍)	1.26	1.07	0.95	0.83	0.73

图表1 盈利预测一览

	2011	2012	2013	2014E	2015E		2011	2012	2013	2014E	2015E
每股指标 (RMB)						经营管理 (%)					
EPS (摊薄/元)	0.59	0.68	0.75	0.80	0.87	贷款增长率	14.7%	13.0%	12.7%	11.0%	11.0%
BVPS (摊薄/元)	2.72	3.20	3.63	4.15	4.71	生息资产增长率	14.8%	12.7%	7.8%	9.5%	10.9%
每股股利	0.20	0.24	0.26	0.28	0.30	总资产增长率	15.0%	13.3%	7.8%	9.4%	10.8%
分红率	34.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	存款增长率	10.3%	11.2%	6.9%	10.0%	10.0%
资产负债表 (Rmb mn)						付息负债增长率	13.4%	11.3%	5.1%	8.9%	9.9%
贷款总额	7,788,900	8,803,695	9,922,374	11,013,835	12,225,357	净利息收入增长率	19.4%	15.2%	6.1%	7.8%	8.1%
证券投资	3,933,362	4,098,643	4,347,264	4,695,045	5,206,503	手续费及佣金净收入增长	39.4%	4.4%	15.3%	13.5%	13.0%
应收金融机构的款项	827,439	1,181,029	1,049,887	1,049,887	1,196,871	营业收入增长率	23.7%	12.5%	9.2%	9.1%	9.3%
生息资产总额	15,116,976	17,037,904	18,372,573	20,116,392	22,313,040	拨备前利润增长率	24.7%	12.9%	10.1%	8.4%	9.2%
资产合计	15,476,868	17,542,217	18,917,752	20,699,767	22,937,805	税前利润增长率	26.4%	13.4%	9.7%	7.3%	8.4%
客户存款	12,302,645	13,680,919	14,620,825	16,082,908	17,691,198	净利润增长率	26.1%	14.5%	10.1%	7.3%	8.4%
计息负债总额	14,054,450	15,638,807	16,443,126	17,905,209	19,684,861	非息收入占比	21.6%	20.0%	21.2%	22.0%	22.8%
负债合计	14,519,045	16,413,758	17,639,289	19,237,422	21,276,192	成本收入比	29.7%	29.0%	28.6%	29.0%	29.0%
股本	349,084	349,620	351,390	351,390	351,390	信贷成本	0.43%	0.41%	0.41%	0.43%	0.5%
股东权益合计	956,742	1,124,997	1,274,134	1,457,394	1,655,987	所得税率	23.5%	22.7%	22.3%	22.3%	22.3%
利润表 (Rmb mn)						盈利能力 (%)					
净利息收入	362,764	417,828	443,335	477,713	516,226	NIM	2.61%	2.66%	2.57%	2.53%	2.48%
净手续费及佣金收入	101,550	106,064	122,326	138,779	156,820	拨备前 ROAA	2.10%	2.07%	2.07%	2.06%	2.04%
营业收入	470,594	529,605	578,088	630,659	689,055	拨备前 ROAE	34.1%	32.9%	31.4%	29.9%	28.7%
营业税金及附加	-28,875	-35,066	-37,441	-40,846	-44,628	ROAA	1.44%	1.44%	1.44%	1.42%	1.40%
拨备前利润	303,432	342,432	376,858	408,413	446,092	ROAE	23.4%	22.9%	21.9%	20.6%	19.6%
计提拨备	-31,121	-33,745	-38,321	-45,013	-52,288	流动性 (%)					
税前利润	272,311	308,687	338,537	363,400	393,804	分红率	34.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
净利润	208,265	238,532	262,649	281,939	305,527	贷存比	63.3%	64.4%	67.9%	68.5%	69.10%
资产质量						贷款/总资产	50.3%	50.2%	52.5%	53.2%	53.30%
NPL ratio	0.94%	0.85%	0.94%	1.00%	1.05%	债券投资/总资产	25.4%	23.4%	23.0%	22.7%	22.70%
NPLs	73,011	74,575	93,689	110,138	128,366	银行同业/总资产	5.3%	6.7%	5.5%	5.1%	5.22%
拨备覆盖率	267%	296%	257%	241%	235%	资本状况					
拨贷比	2.51%	2.51%	2.42%	2.41%	2.47%	核心一级资本充足率	10.07%	10.62%	10.62%	11.16%	11.27%
一般准备/风险加权资产	2.31%	2.32%	2.01%	2.04%	2.05%	资本充足率	13.17%	13.66%	13.31%	12.68%	12.61%
不良贷款生成率	0.04%	0.12%	0.39%	0.35%	0.30%	加权风险资产—般法	8,447,263	9,511,205	11,982,187	13,040,854	14,680,195
不良贷款核销率	-0.05%	-0.10%	-0.19%	-0.19%	-0.14%	% RWA/总资产	54.6%	54.2%	63.3%	63.0%	64.0%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：(0755) 82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室 邮编：100031