

工商银行 (601398)

业绩符合预期，资产质量仍然承压

推荐 (维持)

现价：3.54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) | 349,649 |
| 流通A股(百万股) | 262,855 |
| 流通B/H股(百万股) | 86,794 |
| 总市值(亿元) | 12,378 |
| 流通A股市值(亿元) | 9,305 |
| 每股净资产(元) | 4.07 |
| 资本充足率(%) | 14.20 |

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:工商银行三季度实现归属于母公司净利润 2204.6 亿元,同比增长 7.3%,符合我们预期(7.5%)。公司取得 ROA/ROE 分别为 1.51%(同比持平)和 21.52% (-1.48Ppt, YoY),成本收入比 25.48% (+11BPs, YoY),不良率 1.06%(+7BPs, QoQ),拨备覆盖率 216.6% (-21.4 个百分点, YoY),拨贷比 2.30% (-6BPs, YoY),净息差 2.60% (+3BPs, QoQ)。实施资本高级办法下,核心一级资本充足率 11.79%,资本充足率 14.20%。

平安观点:

■ 业绩符合预期，净息差环比略有改善

公司三季报利润增速 7.3%，基本符合我们的预期。我们测算的公司三季度净息差 2.55%，环比上升了 4BPs（同期建行息差环比上升 1BPs），其中生息资产收益率单季环比上升了 6BPs，付息负债单季环比上升 3BPs。受八月份开始的国家清理整顿乱收费以及降低实体经济融资成本的引导的影响，公司前三季度手续费及佣金收入增速放缓至 5.6%，占比环比下降 0.6 个百分点至 23.6%。

■ 存款偏离度监管使得存款增长乏力

工行三季度存款余额环比下降 2.5%，稍逊于建行环比+0.2%的增长。工行存款环比下降的原因主要来自于活期存款的流失，三季度工行活期存款占比下降 2.4 个百分点至 45.6%，主要原因是由于存款偏离度的监管，使得银行强化日均余额而弱化存款冲时点，导致活期存款的一定流失。

■ 资产质量仍有一定压力

2014 年三季度末公司不良率 1.06%，环比上行 7bps，资产质量趋势上仍不容乐观。我们测算三季度单季年化信用成本为 0.32%（环比一、二季度持续下降，工行历来第三季度的信用成本低于其他季度），加上三季度一定的核销后工行的拨备余额环比略有下降，从而拨贷比环比下降 6BPs 至 2.30%，拨备覆盖率环比下降 21 个百分点至 216.6%。考虑到未来一段时间，资产质量加快暴露，工行仍有一定的拨备计提压力。

■ 维持 2014 年盈利预测及“推荐”评级

我们维持工行 2014/15 年盈利预测 EPS 0.80/0.86 元，对应净利润增速分别为 7.4%和 7.0%。目前股价对应 14 年 4.4X PE 和 0.85X PB，14 年股息收益率达到 7.9%，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。

| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 529,605 | 578,088 | 642,670 | 694,672 | 753,059 |
| YoY (%) | 12.5 | 9.2 | 11.2 | 8.1 | 8.4 |
| 净利润(百万元) | 238,532 | 262,649 | 281,964 | 301,562 | 321,882 |
| YoY(%) | 14.5 | 10.1 | 7.4 | 7.0 | 6.7 |
| ROE(%) | 22.9 | 21.9 | 20.6 | 19.4 | 18.3 |
| EPS(摊薄/元) | 0.68 | 0.75 | 0.80 | 0.86 | 0.92 |
| P/E(倍) | 5.22 | 4.74 | 4.41 | 4.13 | 3.86 |
| P/B(倍) | 1.11 | 0.98 | 0.85 | 0.75 | 0.67 |

图表1 盈利预测一览

| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 每股指标 (RMB) | | | | | | 经营管理 (%) | | | | | |
| EPS (摊薄/元) | 0.68 | 0.75 | 0.80 | 0.86 | 0.92 | 贷款增长率 | 13.0% | 12.7% | 12.0% | 11.0% | 10.0% |
| BVPS (摊薄/元) | 3.20 | 3.63 | 4.15 | 4.71 | 5.30 | 生息资产增长率 | 12.7% | 7.8% | 10.3% | 10.8% | 9.4% |
| 每股股利 | 0.24 | 0.26 | 0.28 | 0.30 | 0.32 | 总资产增长率 | 13.3% | 7.8% | 10.2% | 10.7% | 9.3% |
| 分红率 | 35.0% | 35.0% | 35.0% | 35.0% | 35.0% | 存款增长率 | 11.2% | 6.9% | 10.0% | 10.0% | 9.5% |
| 资产负债表 (Rmb mn) | | | | | | 盈利能力 (%) | | | | | |
| 贷款总额 | 8,803,695 | 9,922,374 | 11,113,059 | 12,335,495 | 13,569,045 | 付息负债增长率 | 11.3% | 5.1% | 8.9% | 9.9% | 9.5% |
| 证券投资 | 4,098,643 | 4,347,264 | 4,695,045 | 5,164,550 | 5,577,714 | 净利息收入增长率 | 15.2% | 6.1% | 11.1% | 7.3% | 7.9% |
| 应收金融机构款项 | 1,181,029 | 1,049,887 | 1,102,381 | 1,256,715 | 1,382,386 | 手续费及佣金净收入增 | 4.4% | 15.3% | 14.0% | 10.5% | 10.0% |
| 生息资产总额 | 17,037,904 | 18,372,573 | 20,267,078 | 22,451,439 | 24,564,600 | 营业收入增长率 | 12.5% | 9.2% | 11.2% | 8.1% | 8.4% |
| 资产合计 | 17,542,217 | 18,917,752 | 20,854,824 | 23,080,079 | 25,227,844 | 拨备前利润增长率 | 12.9% | 10.1% | 10.4% | 8.1% | 8.4% |
| 客户存款 | 13,680,919 | 14,620,825 | 16,082,908 | 17,691,198 | 19,371,862 | 税前利润增长率 | 13.4% | 9.7% | 8.0% | 7.0% | 6.7% |
| 计息负债总额 | 15,638,807 | 16,443,126 | 17,907,739 | 19,687,391 | 21,558,129 | 净利润增长率 | 14.5% | 10.1% | 7.4% | 7.0% | 6.7% |
| 负债合计 | 16,413,758 | 17,639,289 | 19,392,445 | 21,421,019 | 23,358,850 | 非息收入占比 | 20.0% | 21.2% | 21.7% | 22.2% | 22.5% |
| 股本 | 349,620 | 351,390 | 351,406 | 351,406 | 351,406 | 成本收入比 | 29.0% | 28.6% | 29.0% | 29.0% | 29.0% |
| 股东权益合计 | 1,124,997 | 1,274,134 | 1,457,427 | 1,653,442 | 1,862,666 | 信贷成本 | 0.41% | 0.41% | 0.48% | 0.50% | 0.54% |
| 利润表 (Rmb mn) | | | | | | 流动性 (%) | | | | | |
| 净利息收入 | 417,828 | 443,335 | 492,656 | 528,642 | 570,187 | 所得税率 | 22.7% | 22.3% | 22.8% | 22.8% | 22.8% |
| 净手续费及佣金 | 106,064 | 122,326 | 139,452 | 154,094 | 169,503 | 盈利能力 (%) | | | | | |
| 营业收入 | 529,605 | 578,088 | 642,670 | 694,672 | 753,059 | NIM | 2.66% | 2.57% | 2.55% | 2.50% | 2.45% |
| 营业税金及附加 | -35,066 | -37,441 | -41,624 | -44,992 | -48,773 | 拨备前 ROAA | 2.07% | 2.07% | 2.09% | 2.05% | 2.02% |
| 拨备前利润 | 342,432 | 376,858 | 416,163 | 449,716 | 487,390 | 拨备前 ROAE | 32.9% | 31.4% | 30.5% | 28.9% | 27.7% |
| 计提拨备 | -33,745 | -38,321 | -50,485 | -58,621 | -69,942 | ROAA | 1.44% | 1.44% | 1.42% | 1.37% | 1.33% |
| 税前利润 | 308,687 | 338,537 | 365,678 | 391,095 | 417,447 | ROAE | 22.9% | 21.9% | 20.6% | 19.4% | 18.3% |
| 净利润 | 238,532 | 262,649 | 281,964 | 301,562 | 321,882 | 资本状况 | | | | | |
| 资产质量 | | | | | | 核心一级资本充足率 | 10.62% | 10.62% | 11.08% | 11.18% | 11.53% |
| NPL ratio | 0.85% | 0.94% | 1.00% | 1.05% | 1.10% | 资本充足率 | 13.66% | 13.31% | 12.58% | 12.52% | 12.75% |
| NPLs | 74,575 | 93,689 | 111,131 | 129,523 | 149,259 | 加权风险资产—般法 | 9,511,205 | 11,982,187 | 13,138,539 | 14,771,251 | 16,145,820 |
| 拨备覆盖率 | 296% | 257% | 240% | 225% | 220% | % RWA/总资产 | 54.2% | 63.3% | 63.0% | 64.0% | 64.0% |
| 拨贷比 | 2.51% | 2.42% | 2.40% | 2.36% | 2.42% | | | | | | |
| 一般准备/风险加 | 2.32% | 2.01% | 2.03% | 1.97% | 2.04% | | | | | | |
| 不良贷款生成率 | 0.12% | 0.39% | 0.40% | 0.45% | 0.40% | | | | | | |
| 不良贷款核销率 | -0.10% | -0.19% | -0.23% | -0.29% | -0.25% | | | | | | |

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

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

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

北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室

邮编：100031