

## 工商银行 (601398.SH) 银行业

评级：增持 维持评级

公司点评

马鲲鹏

分析师 SAC 执业编号：S1130514080003  
(8621)60230253  
makunpeng@gjzq.com.cn

## 资产质量压力上升、零售业务竞争力凸显

## 事件

工商银行发布 14 年年报：全年归属股东净利润 2758 亿元，同比增长 5.0%（低于我们预测的 7.1%），营业收入 6589 亿元，同比增长 9.7%。贷款和存款余额分别同比增长 11.5% 和 7.8%，资产和负债总额分别同比增长 9.9% 和 8.9%。14 年全年息差 2.66%，同比上升 9bps。4Q14 不良率 1.13%，环比 3Q14 上升 20bps，拨备覆盖率 206.90%，环比 3Q14 下降 15.7 个百分点，拨贷比 2.34%。2014 年每股现金分红 0.26 元，现金分红率 33%，较 13 年下降 2 个百分点。

## 评论

**大力核销、不良生成率环比提升：**全年核销处置不良贷款 384 亿，是 13 年核销处置 165 亿的 2.3 倍之多。预计加回核销处置后，14 年末不良率 1.37%，较披露值高 24bps，4Q14 加回核销后不良生成率 83bps，在 3Q14 49bps 基础上跃升 34bps。分业务类型看公司类贷款和个人贷款不良率，分别上升了 17bps 和 30bps；分地区看，14 年不良率出现比较大上升的地区是珠江三角洲、中部和西部地区，不良率分别从 13 年的 1.18%、1.07%、0.66% 上升至 1.64%、1.15%、1.04%。西部地区不良贷款的增加主要是受煤炭等价格下降的影响，珠江三角洲地区主要是中小微企业经营困难所致。整体不良率与行业情况相似，其中，制造业不良率为 2.33%、批发和零售业为 4.61%、个人经营贷款为 5.33%。总体来说，工行在两高一剩行业和中小微企业的贷款质量仍有较大提升空间。此外，值得注意的是，下半年 90 天内逾期贷款环比上升 14.5%，而从历史数据看，下半年 90 天内逾期贷款通常在环比 20-30% 的下降区间，由于 90 天内逾期贷款通常是未来主要的新增不良贷款，这样的反差意味着工行近期内或面临新增不良压力上升，预计 15-16 年不良率上升至 1.32% 和 1.44%，信用成本 68bps、71bps。

**2H14 息差环比回升、投资收益提升、存款成本稳定：**全年息差较高达到 2.66%，处于行业较高水平，预计 2H14 息差 2.69%，环比上升 10bps。我们的息差变动因素分析显示对 2H14 息差正面贡献较大的因素是生息资产的收益率提升，具体地看主要包括贷款和债券投资收益率双双提升和贷款结构改善，分别贡献了 3bps、2bps、6bps。对息差负面贡献较大的因素是同业资产成本上升，对息差负面贡献 2bps。从资产端看，2H14 贷款平均收益率从 1H14 的 5.80% 跃升至 5.86%，横向比较看，5.86% 处于行业贷款收益率的较高水平，其中工行海外业务收益率上升幅度较大，从 1H14 的 3.47% 上升至 3.62%，2H14 债券投资收益率从 1H14 的 3.90% 上升至 4.00%；从负债端看，相比应付债券成本率下降 34bps，同业负债成本率上了 2bps，存款方面变化不大，2H14 总存款成本为 2.05%，与 1H14 持平，其中，相比活期存款，对公和零售定期存款成本上升较多分别上升 6bps 和 4bps。

**手续费收入丰厚、零售业务竞争力强：**从业绩角度来看，2014 年全年综合经营带来的非利息收入达到 1467 亿元，同比增长 9.0%，非息收入 1654 亿元，占营业收入比重上升 2bps。其中，银行卡、私人银行和个人银行理财业务收入实现较快增长，分别实现 351.3 亿元和 206.8 亿元营业收入，分别同比增 23.1% 和 13.4%，表明工商银行在个人客户市场竞争能力强，客户粘性较高。

**维持“增持”评级：**预计工商银行 15-16 年归属股东净利润同比增长 3.0% 和 2.7%，3 月 26 日收盘，中行 A 股交易在 1.1 倍 15 年 PB 和 6.1 倍 15 年 PE，处于行业平均水平。



图表 4：财务数据及预测—工商银行

利润表 (百万元)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	同比增速 (%)				
							2012	2013	2014	2015E	2016E
净利息收入	362,764	417,828	443,335	493,522	534,248	559,533	15.2%	6.1%	11.3%	8.3%	4.7%
非利息收入	112,450	119,117	146,302	165,370	188,522	216,800	5.9%	22.8%	13.0%	14.0%	15.0%
净手续费收入	101,550	106,064	122,326	132,497	144,422	161,752	4.4%	15.3%	8.3%	9.0%	12.0%
营业收入	475,214	536,945	589,637	658,892	722,770	776,333	13.0%	9.8%	11.7%	9.7%	7.4%
营业支出	(173,093)	(195,742)	(214,270)	(242,551)	(274,083)	(306,973)	13.1%	9.5%	13.2%	13.0%	12.0%
营业税	(28,875)	(35,066)	(37,441)	(41,351)	(45,486)	(50,035)	21.4%	6.8%	10.4%	10.0%	10.0%
拨备前营业利润 (PPOP)	302,121	341,203	375,367	416,341	448,687	469,360	12.9%	10.0%	10.9%	7.8%	4.6%
资产减值损失	(31,121)	(33,745)	(38,321)	(56,729)	(78,510)	(89,388)	8.4%	13.6%	48.0%	38.4%	13.9%
贷款减值损失	(31,832)	(32,572)	(38,098)	(56,267)	(77,978)	(88,777)	2.3%	17.0%	47.7%	38.6%	13.8%
营业利润	271,000	307,458	337,046	359,612	370,178	379,972	13.5%	9.6%	6.7%	2.9%	2.6%
营业外收支净额	1,311	1,229	1,491	2,000	2,200	2,420	-6.3%	21.3%	34.1%	10.0%	10.0%
利润总额	272,311	308,687	338,537	361,612	372,378	382,392	13.4%	9.7%	6.8%	3.0%	2.7%
所得税	(63,866)	(69,996)	(75,572)	(85,326)	(85,647)	(87,950)	9.6%	8.0%	12.9%	0.4%	2.7%
净利润	208,445	238,691	262,965	276,286	286,731	294,442	14.5%	10.2%	5.1%	3.8%	2.7%
少数股东权益	(180)	(159)	(316)	(475)	(523)	(575)	-11.7%	98.7%	50.3%	10.0%	10.0%
归属股东净利润	208,265	238,532	262,649	275,811	286,208	293,867	14.5%	10.1%	5.0%	3.8%	2.7%
优先股股息	0	0	0	0	2,238	2,238	na	na	na	na	na
普通股股东净利润	208,265	238,532	262,649	275,811	283,971	291,629	14.5%	10.1%	5.0%	3.0%	2.7%

  

资产负债表 (百万元)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2012	2013	2014	2015E	2016E
贷款总额	7,788,897	8,803,692	9,922,374	11,026,331	11,908,437	13,099,281	13.0%	12.7%	11.1%	8.0%	10.0%
存款总额	12,261,219	13,642,910	14,620,825	15,556,601	16,801,129	18,145,219	11.3%	7.2%	6.4%	8.0%	8.0%
不良贷款余额	73,011	74,575	93,689	124,497	156,606	189,116	2.1%	25.6%	32.9%	25.8%	20.8%
贷款损失准备	194,878	220,403	240,959	257,581	312,624	376,394	13.1%	9.3%	6.9%	21.4%	20.4%
资产总额	15,476,868	17,542,217	18,917,752	20,609,953	22,709,557	24,901,269	13.3%	7.8%	8.9%	10.2%	9.7%
负债总额	14,519,045	16,413,758	17,639,289	19,072,649	20,903,764	22,765,686	13.0%	7.5%	8.1%	9.6%	8.9%
母公司所有者权益	956,742	1,124,997	1,274,134	1,530,859	1,798,703	2,127,784	17.6%	13.3%	20.1%	17.5%	18.3%
优先股	0	0	0	34,428	34,428	34,428	na	na	na	na	na
平均生息资产	13,881,755	15,731,814	17,219,456	18,561,652	21,043,121	23,037,169	13.3%	9.5%	7.8%	13.4%	9.5%

  

每股数据 (元)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2012	2013	2014	2015E	2016E
普通股股本 (百万股)	349,084	349,620	351,390	353,495	353,495	353,495	0.2%	0.5%	0.6%	0.0%	0.0%
EPS	0.60	0.68	0.75	0.78	0.80	0.82	14.4%	9.6%	4.4%	3.0%	2.7%
BVPS	2.74	3.22	3.63	4.23	4.99	5.92	17.4%	12.7%	16.7%	17.9%	18.7%
DPS	0.20	0.24	0.26	0.26	0.28	0.29	17.7%	9.5%	-1.6%	10.0%	2.7%
PPOP/sh	0.87	0.98	1.07	1.18	1.27	1.33	12.8%	9.5%	10.3%	7.8%	4.6%

  

主要指标 (%)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2012	2013	2014	2015E	2016E
ROA	1.44%	1.45%	1.44%	1.40%	1.32%	1.24%	0.01%	0.00%	-0.04%	-0.07%	-0.09%
ROE	23.44%	22.92%	21.90%	20.16%	17.44%	15.14%	-0.52%	-1.02%	-1.73%	-2.72%	-2.30%
净息差	2.61%	2.66%	2.57%	2.66%	2.54%	2.43%	0.04%	-0.08%	0.08%	-0.12%	-0.11%
成本收入比	30.35%	29.92%	29.99%	30.54%	31.63%	33.10%	-0.42%	0.07%	0.55%	1.09%	1.47%
有效税率	23.45%	22.68%	22.32%	23.60%	23.00%	23.00%	-0.78%	-0.35%	1.27%	-0.60%	0.00%
贷存比	63.52%	64.53%	67.86%	70.88%	70.88%	72.19%	1.00%	3.34%	3.01%	0.00%	1.31%
不良贷款率	0.94%	0.85%	0.94%	1.13%	1.32%	1.44%	-0.09%	0.10%	0.18%	0.19%	0.13%
拨备覆盖率	266.92%	295.55%	257.19%	206.90%	199.63%	199.03%	28.63%	-38.36%	-50.29%	-7.27%	-0.60%
拨贷比	2.50%	2.50%	2.43%	2.34%	2.63%	2.87%	0.00%	-0.08%	-0.09%	0.29%	0.25%
信用成本	0.44%	0.39%	0.41%	0.54%	0.68%	0.71%	-0.04%	0.01%	0.13%	0.14%	0.03%
非利息收入/营业收入	23.66%	22.18%	24.81%	25.10%	26.08%	27.93%	-1.48%	2.63%	0.29%	0.99%	1.84%
净手续费收入/营业收入	21.37%	19.75%	20.75%	20.11%	19.98%	20.84%	-1.62%	0.99%	-0.64%	-0.13%	0.85%
核心一级资本充足率	na	na	10.57%	11.92%	11.94%	12.98%	na	na	1.34%	0.02%	1.05%
一级资本充足率	10.07%	10.62%	10.57%	12.19%	12.19%	13.21%	0.56%	-0.05%	1.62%	-0.01%	1.02%
资本充足率	13.17%	13.66%	13.12%	14.53%	14.96%	15.85%	0.49%	-0.54%	1.40%	0.44%	0.88%

来源：公司公告，国金证券研究所

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD