



股票代码	601398.CH	1398.HK
评级	<b>持有</b>	<b>持有</b>
收盘价	人民币 4.72	港币 5.57
目标价	人民币 5.05	港币 6.00
原目标价	人民币 3.69	港币 4.87
上/下浮比例	+7%	+7.7%
目标价格基础	1.07倍15年市净率	1.01倍15年市净率
板块评级	中立	中立

# 工商银行

## 业绩略低于我们的预测

工商银行 2014 年归属净利润同比增长 5% 至 2,758 亿人民币，略低于我们的预测，原因是拨备费用高于预期。由于拨备费用和运营成本上升，14 年 4 季度净利润同比下降 3%、环比下降 27%。展望未来，我们依然认为未来该行盈利能力将持续下滑。基于牛市情景，我们将目标价上调，但维持 A 股及 H 股的持有评级。

### 支撑评级的要点

- 2014 年工商银行实现 5% 的利润增长。最为中国最大的银行，该行将不可避免地受到经济转型和利率市场化的负面影响。尽管管理层表示正在为保持净利润水平的稳定而努力，但由于信贷成本上升、净息差缩窄，我们预测工行未来 3 年净利润将持续下滑。
- 14 年 4 季度该行信贷成本由 14 年 3 季度的 0.31% 上升至 0.88%。不良资产余额环比上升 7.8%，低于 14 年 3 季度的 8.0%，主要因为该行进行了大量不良资产的出售与核销。我们测算其 2014 年不良贷款形成率达到 1.2%。另一方面，该行通过将拨备覆盖率由 217% 降低至 207%，抵销了部分信贷成本上升的压力。展望未来，我们仍对该行的资产质量持谨慎态度，预测 2015-17 年不良贷款形成率分别为 1.3%、1.4% 和 1.5%。
- 管理层预测两次降息后净息差将下降 12 个基点，同时表示将通过资产负债结构调整和定价策略来维持净息差稳定。但基于进一步降息以及存款利率市场化的假设，我们仍预测该行未来 3 年净息差将逐步缩窄。
- 得益于理财业务手续费收入增长，工行 14 年 4 季度手续费收入增速提升至 17.85%。展望未来，依托其庞大的客户基础，我们预计工商银行将通过发展资产管理业务和基金保险销售来维持稳定的手续费收入增长。
- 近期工行公布了互联网金融业务的发展计划。管理层也在业绩发布会上阐述了未来几年发展网上业务的策略。我们认为工行相对优秀的 IT 系统上将为其网上业务发展提供有力支持。
- 2015 年工行将派息率由 2013 年的 35% 下调至 33%。

### 评级面临的主要风险

- 中国经济增速大幅回落；利率自由化。

### 估值

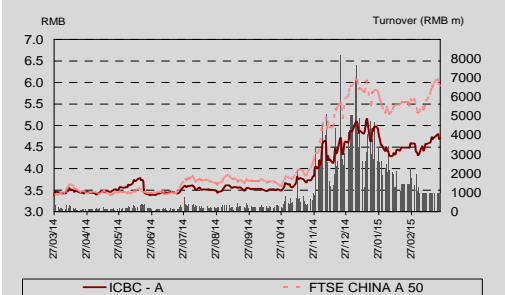
- 工商银行 H 股和 A 股当前股价分别相当于 0.88 倍和 0.94 倍 2015 年预期市净率。基于牛市情景，我们将目标价上调，但由于盈利能力下降维持对 H 股和 A 股的持有评级。

### 投资摘要—A 股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净息收入(人民币百万)	578,901	634,858	669,150	686,252	684,940
变动(%)	9	10	5	3	(0)
净利润(人民币百万)	262,105	275,267	270,865	260,638	213,164
全面摊薄每股收益(人民币)	10	5	(2)	(4)	(18)
变动(%)	0.75	0.78	0.75	0.73	0.60
先前每股收益预测(人民币)			0.75	0.71	0.00
调整幅度(%)			0.2	3.2	0.0
全面摊薄市盈率(倍)	6.31	6.05	6.25	6.45	7.89
每股账面价值(人民币)	3.6	4.2	4.7	5.2	5.6
价格/每股账面价值(倍)	1.3	1.115	1.002	0.909	0.845
净资产收益率(%)	22	20	17	15	11
每股股息(人民币)	0.24	0.26	0.27	0.25	0.20
股息率(%)	5.0	5.5	5.7	5.3	4.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现—A 股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(3.1)	2.8	2.2	38.8
相对新华富时 A50 指数	(3.2)	(3.0)	(3.3)	(36.4)

发行股数(百万)	350,218
流通股(%)	5
流通股市值(人民币百万)	1,653,028
3个月日均交易额(人民币百万)	2,768
主要股东(%)	
汇金	35

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2015 年 3 月 26 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

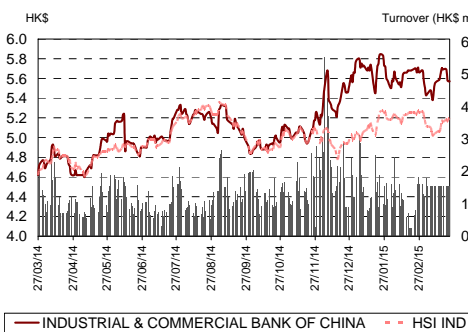
孙洁妮\*

(8610) 6622 9335

jienni.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514090001

\*袁琳、唐伟城、张耀冈为本报告重要贡献者

**股价表现—H股**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.6)	(2.5)	2.0	20.3
相对恒生中国企业指数	(5.4)	(0.8)	(2.9)	8.4

发行股数(百万)	350,218
流通股(%)	18
流通股市值(港币 百万)	1,562,347
3个月日均交易额(港币 百万)	1,375
主要股东(%)	
汇金	35

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2015年3月26日收市价为标准

**投资摘要—H股**

年结日:12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净息收入(人民币百万)	578,901	634,858	669,150	686,252	684,940
变动(%)	9	10	5	3	(0)
净利润(人民币百万)	262,649	275,811	269,009	260,638	213,164
变动(%)	10	5	(2)	(3)	(18)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.75	0.78	0.75	0.73	0.60
变动(%)	10	4	(3)	(3)	(18)
先前每股收益预测(人民币)			0.75	0.71	
调整幅度(%)			0.2	3.2	
全面摊薄市盈率(倍)	5.89	5.64	5.83	6.02	7.36
每股账面价值(人民币)	3.63	4.23	4.71	5.19	5.59
价格/每股账面价值(倍)	1.214	1.039	0.934	0.848	0.788
净资产收益率(%)	21.9	19.9	16.9	14.8	11.1
每股股息(人民币)	0.24	0.26	0.27	0.25	0.20
股息率(%)	5.4	5.9	6.2	5.7	4.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表 1. 2014 年业绩摘要**

(人民币, 百万)	2014	2013	同比年4季度 vs. 14年3季度 (%)	季度 (%)
净利息收入	493,522	443,335	11.3	4.2
净佣金收入	132,497	122,326	8.3	14.3
其他非息收入	8,839	13,240	(33.2)	(1,153.0)
经营收入	634,858	578,901	9.7	8.3
经营费用	(177,323)	(166,699)	6.4	42.4
拨备前利润	457,535	412,202	11.0	(4.1)
拨备费用	(56,729)	(38,321)	48.0	192.8
经营利润	400,806	373,881	7.2	(19.8)
营业税	(41,351)	(37,441)	10.4	3.4
非营业收入	2,157	2,097	2.9	24.6
税前利润	361,612	338,537	6.8	(22.1)
所得税	(85,326)	(75,572)	12.9	(17.2)
净利润	276,286	262,965	5.1	(23.5)
少数股东权益	(475)	(316)	50.3	(23.6)
归属净利润	275,811	262,649	5.0	(23.5)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 2. 2014 年业绩 vs. 中银国际预测**

(人民币, 百万)	2014	2014E	Diff. (%)
净利息收入	493,522	477,661	3.32
净佣金收入	132,497	137,961	(3.96)
其他非息收入	8,839	16,615	(46.80)
营业收入	634,858	632,237	0.41
营业费用	(177,323)	(178,815)	(0.83)
拨备前利润	457,535	453,422	0.91
拨备费用	(56,729)	(43,677)	29.88
经营利润	400,806	409,745	(2.18)
营业税	(41,351)	(39,854)	3.76
非营业收入	2,157	2,201	(2.00)
税前利润	361,612	372,092	(2.82)
所得税	(85,326)	(94,421)	(9.63)
净利率	276,286	277,671	(0.50)
少数股东权益	(475)	(1,323)	(64.10)
归属净利润	275,811	276,348	(0.19)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**损益表(A、H股) (人民币百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利息收入	443,335	493,522	504,088	500,900	476,911
净手续费及佣金	122,326	132,497	147,460	165,141	184,818
其他非息收入	13,240	8,839	17,602	20,211	23,211
经营收入	578,901	634,858	669,150	686,252	684,940
经营费用	(166,699)	(177,323)	(192,926)	(202,295)	(203,964)
拨备前经营利润	412,202	457,535	476,224	483,957	480,976
贷款损失拨备	(38,321)	(56,729)	(71,995)	(85,892)	(146,003)
经营利润	373,881	400,806	404,230	398,065	334,973
营业税	(37,441)	(41,351)	(42,767)	(45,453)	(46,388)
非经营性收入	2,097	2,157	2,201	2,201	2,201
税前利润	338,537	361,612	363,663	354,813	290,785
税金	(75,572)	(85,326)	(90,799)	(87,775)	(71,061)
税后利润	262,965	276,286	272,864	267,038	219,724
少数股东权益及优先股息	(316)	(475)	(3,855)	(6,400)	(6,560)
净利润	262,649	275,811	269,009	260,638	213,164
变动(%)	10	5	(2)	(3)	(18)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表(A、H股) (人民币百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>资产</b>					
现金及中央银行存款	3,294,007	3,523,622	3,217,323	3,173,492	3,087,590
银行间贷款	1,049,887	1,251,238	684,482	786,561	1,011,811
衍生产品交易投资	369,433	346,523	381,175	419,293	461,222
总客户贷款	9,922,374	11,026,331	12,169,879	13,170,363	13,898,171
减: 拨备	(240,959)	(257,581)	(264,459)	(300,376)	(386,808)
投资	3,977,831	4,110,762	5,052,993	5,167,236	5,285,302
固定资产	239,463	283,979	325,861	367,743	409,625
累计折旧	(75,116)	(87,741)	(121,874)	(158,500)	(200,109)
其他资产	380,832	412,820	413,930	415,040	416,150
<b>总资产</b>	<b>18,917,752</b>	<b>20,609,953</b>	<b>21,859,310</b>	<b>23,040,851</b>	<b>23,982,955</b>
<b>负债及权益</b>					
客户存款	14,667,391	15,732,849	16,472,764	17,131,334	17,619,655
银行存款及结余	1,569,283	1,920,827	2,170,286	2,424,587	2,678,878
其他借款	206,452	206,147	176,996	159,296	143,367
总借款	16,443,126	17,859,823	18,820,046	19,715,217	20,441,899
其他负债	1,196,163	1,212,826	1,313,700	1,387,405	1,461,291
总负债	17,639,289	19,072,649	20,133,746	21,102,622	21,903,190
普通股股本(面值)	351,390	353,495	356,396	356,396	356,396
准备金(包括股本溢价)	410,795	492,700	578,832	657,215	726,129
留存收益	511,949	650,236	743,164	836,646	908,386
总股东权益	1,274,134	1,496,431	1,678,391	1,850,256	1,990,911
优先股		34,428	40,000	80,000	80,000
少数股东权益	4,329	6,445	7,172	7,973	8,853
总权益	1,278,463	1,537,304	1,725,564	1,938,229	2,079,764
<b>总负债及权益</b>	<b>18,917,752</b>	<b>20,609,953</b>	<b>21,859,310</b>	<b>23,040,851</b>	<b>23,982,955</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表(A、H股) (人民币百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	338,537	361,612	363,663	354,813	290,785
非现金项目	61,917	70,601	51,207	74,094	133,485
其他项目	6,206	(476)	100	100	100
交易活动产生的现金	406,660	431,737	414,970	429,007	424,370
运营资本变动	(333,035)	(144,954)	131,113	(56,749)	79,935
经营产生的现金流	73,625	286,783	546,083	372,258	504,305
投资活动产生的净现金	(249,807)	(243,345)	(1,074,079)	(242,370)	(230,324)
融资活动产生的净现金	(55,391)	(15,066)	(105,267)	(68,510)	(93,239)
汇兑变化	(12,672)	8,490	0	0	0
<b>总现金流</b>	<b>(244,245)</b>	<b>36,862</b>	<b>(633,263)</b>	<b>61,378</b>	<b>180,742</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率(A、H股) (%)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
生息资产收益率	4.37	4.47	4.32	4.28	4.11
资金成本	2.02	2.08	2.07	2.22	2.29
利差	2.35	2.40	2.25	2.06	1.82
净息差	2.52	2.60	2.47	2.32	2.10
其他收入总收入	23.4	22.3	24.7	27.0	30.4
成本收入比	28.8	27.9	28.8	29.5	29.8
有效税率	22.3	23.6	25.0	24.7	24.4
<b>增长率</b>					
贷款增长率	12.7	11.1	10.4	8.2	5.5
存款增长率	7.3	7.3	4.7	4.0	2.9
资产增长率	7.8	8.9	6.1	5.4	4.1
表内外资产负债增长率	13.2	11.6	10.7	8.8	6.5
<b>流动性</b>					
贷存比	67.6	70.1	73.9	76.9	78.9
贷款资金比	66.7	69.2	73.1	76.2	78.2
贷款资产比	52.5	53.5	55.7	57.2	58.0
存款/付息债务比率	89.2	88.1	87.5	86.9	86.2
超额储备	0.5	0.5	2.0	2.0	2.0
<b>不良贷款</b>					
五级分类不良贷款率	0.9	1.1	1.9	2.8	3.8
需特别关注贷款	2.0	2.9	3.4	3.9	3.9
逾期贷款	1.35	1.91	2.40	3.31	4.35
总拨备覆盖率(五级分类系统)	257.2	206.9	114.6	81.1	72.4
拨贷比	2.4	2.3	2.2	2.3	2.8
专项拨备覆盖率	41.7	33.1	28.9	23.8	31.1
信用成本	0.4	0.5	0.6	0.7	1.1
<b>资本充足率</b>					
权益资产比率	6.8	7.3	7.9	8.4	8.7
核心一级资本充足率	10.6	11.9	11.3	11.4	11.4
一级资本充足率	10.6	12.2	11.6	12.0	11.9
总资本充足率	13.1	14.5	13.7	14.1	13.9
<b>回报率</b>					
拨备前利润率	2.26	2.32	2.24	2.16	2.05
资产收益率	1.4	1.4	1.3	1.2	0.9
净资产收益率	21.9	19.9	16.9	14.8	11.1
风险加权资产收益率	2.4	2.3	2.1	1.8	1.5
已运用资本收益率	18.29	16.47	14.70	13.31	10.19

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371