



股票代码	601398.CH	1398.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 4.24	港币 4.71
目标价	人民币 4.65	港币 4.95
原目标价	人民币 5.65	港币 6.85
上/下浮比例	9%	5%
目标价格基础	0.99 倍 15 年市	0.87 倍 15 年市
	净率	净率
板块评级	中立	中立

工商银行

15 年 2 季度业绩略低于预期

工商银行 15 年上半年归属净利润同比增长 0.6% 至 1,490 亿人民币。15 年 2 季度净利润同比下滑 0.14%，主要是因为拨备费用上升。在宏观经济疲软的背景下，该行资产质量仍面临巨大压力。我们将 2015-17 年盈利预测分别下调 1.7%、7% 和 2.9%，主要是预计信贷成本上升。我们同时将 H 股目标价下调 28%，维持对 H 股和 A 股的持有评级。

支撑评级的要点

- **不良贷款。**不良贷款余额环比增长 12.3%，15 年 2 季度末不良贷款率由 1 季度末的 1.29% 上升至 1.4%。15 年 2 季度该行信贷成本仍维持在 0.74%。我们预计 15 年上半年不良贷款形成率仍维持在 1.7% 的高水平上。15 年上半年末逾期贷款占到总贷款的 2.47%。我们认为该行将在资产质量上面临挑战。我们将 2015-17 年不良贷款形成率预测分别由 1.4%、1.6% 和 1.8% 上调至 1.5%、1.66%、1.85%，并相应上调信贷成本预测。
- **净息差。**由于基准利率下调和定价能力削弱，15 年 2 季度该行净息差由 1 季度的 2.45% 下降至 2.38%。展望未来，由于贷款重定价和存款结构变化（定期存款比重上升），管理层预计净息差还会进一步下降 5-7 个基点。我们认为 2016 年净息差有可能进一步缩窄。
- **佣金收入。**受资本市场相关业务和信用卡业务的支撑，佣金收入环比增长 7.3%。15 年上半年个人理财业务同比增长 88%。我们预测 15 年下半年佣金收入增长将有所下降。
- **与股市相关资产的风险有限。**该行表示，截至 15 年上半年末股票质押融资余额约为 122 亿人民币；质押率仅为 22.4%，因此股市大跌对资产质量的影响有限。管理层还表示，在存量理财产品中有 400 亿人民币投向二级市场，与这些产品相关的风险也仍然可控。

影响评级的主要风险

- 中国经济增长大幅下滑；房地产价格下跌。

估值

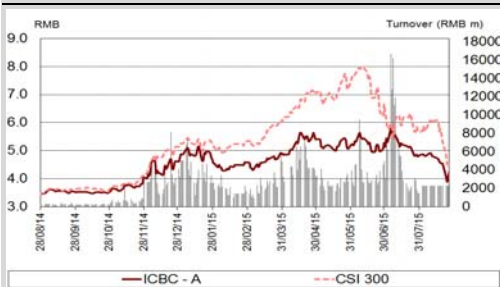
- 工商银行 H 股和 A 股当前股价分别相当于 0.83 倍和 0.90 倍 2015 年预期市净率。由于资产质量比预期要差，我们下调了目标价。仍维持对该股的持有评级。

投资摘要—A 股

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币 百万)	578,901	634,858	671,032	691,791	694,183
变动 (%)	9.3	9.7	5.7	3.1	0.3
净利润(人民币 百万)	262,649	275,811	263,838	243,361	207,430
全面摊薄每股收益(人民币)	0.75	0.78	0.75	0.68	0.58
变动 (%)	9.9	4.5	(4.9)	(8.5)	(14.8)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.781	0.813	0.859
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.76	0.73	0.60
调整幅度 (%)	-	-	(2)	(7)	(3)
全面摊薄市盈率(倍)	5.6	5.4	5.7	6.2	7.3
每股账面价值(人民币)	3.63	4.23	4.69	5.13	5.52
价格/每股账面价值(倍)	1.17	1.00	0.90	0.83	0.77
净资产收益率(%)	21.9	19.9	16.6	13.9	10.9
每股股息(人民币)	0.24	0.26	0.27	0.24	0.20
股息率 (%)	5.6	6.1	6.4	5.8	4.7

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	(12.9)	(12.0)	(21.0)	21.5
相对新华富时 A50 指数	(3.7)	11.2	17.1	(16.2)

发行股数(百万)	356,406
流通股(%)	8
流通股市值(人民币 百万)	1,511,161
3 个月日均交易额(人民币 百万)	4,718
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 8 月 27 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

金融：银行

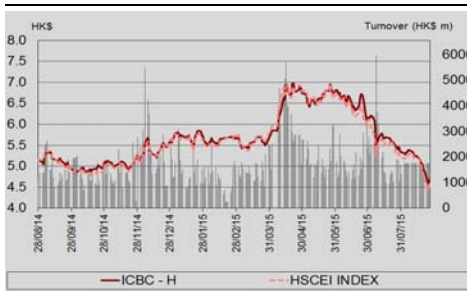
魏涛, CPA*

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*袁琳、张耀冈为本报告重要贡献者

股价表现—H股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(16.8)	(13.4)	(31.9)	(9.4)
相对恒生中国企业指数	0.9	(1.3)	1.0	1.5

发行股数(百万)	356,406
流通股(%)	100
流通股市值(港币 百万)	1,388,109
3个月日均交易额(港币 百万)	2,014
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8月27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
营业收入(人民币 百万)	578,901	634,858	671,032	691,791	694,183
变动(%)	9.3	9.7	5.7	3.1	0.3
净利润(人民币 百万)	262,649	275,811	263,838	243,361	207,430
全面摊薄每股收益(人民币)	0.75	0.78	0.75	0.68	0.58
变动(%)	9.9	4.5	(4.9)	(8.5)	(14.8)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.793	0.829	0.873
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.76	0.73	0.60
变动(%)	-	-	(2)	(7)	(3)
全面摊薄市盈率(倍)	5.2	5.0	5.2	5.7	6.7
每股账面价值(人民币)	3.63	4.23	4.69	5.13	5.52
价格/每股账面价值(倍)	1.07	0.92	0.83	0.76	0.71
净资产收益率(%)	21.9	19.9	16.6	13.9	10.9
每股股息(人民币)	0.24	0.26	0.27	0.24	0.20
股息率(%)	6.1	6.7	7.0	6.3	5.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 15年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	15年上半年	14年上半年	同比(%)	环比(%)
净利息收入	252,087	237,607	6.1	1.2
净手续费收入	77,120	73,228	5.3	7.3
其他非息收入	7,530	6,018	25.1	27.1
经营收入	336,737	316,853	6.3	3.1
经营开支	(79,832)	(79,119)	0.9	9.4
拨备前利润	256,905	237,734	8.1	1.2
拨备费用	(41,951)	(24,167)	73.6	2.2
经营利润	214,954	213,567	0.6	1.0
营业税	(21,667)	(20,493)	5.7	1.0
非经营性收入	1,391	1,016	36.9	(40.3)
税前利润	194,678	194,090	0.3	0.7
所得税	(45,252)	(45,709)	(1.0)	0.6
净利润	149,426	148,381	0.7	0.7
少数股东权益	(405)	(281)	44.1	104.5
可分配净利润	149,021	148,100	0.6	0.5

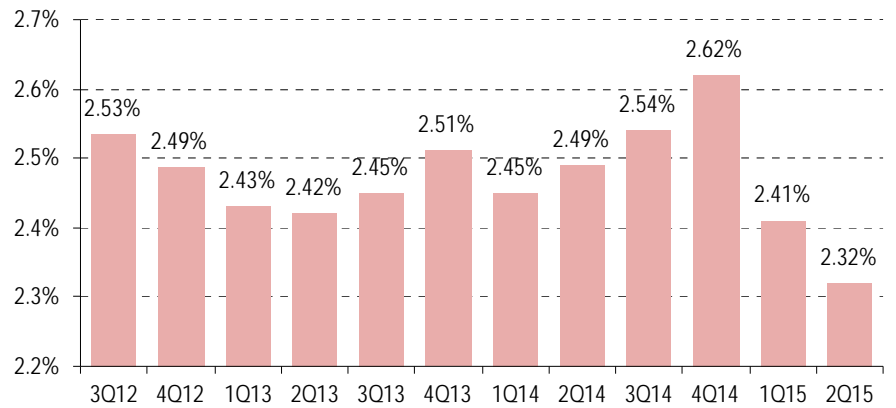
资料来源: 公司数据、中银国际研究

图表 2. 15年上半年实际业绩与中银国际预测之比较

(人民币, 百万)	实际	预测	差异(%)
净利息收入	252,087	254,690	(1.0)
净手续费收入	77,120	77,025	0.1
其他非息收入	7,530	6,630	13.6
经营收入	336,737	338,344	(0.5)
经营开支	(79,832)	(81,266)	(1.8)
拨备前利润	256,905	257,078	(0.1)
拨备费用	(41,951)	(41,911)	0.1
经营利润	214,954	215,167	(0.1)
营业税	(21,667)	(21,997)	(1.5)
非经营性收入	1,391	1,742	(20.1)
税前利润	194,678	194,912	(0.1)
所得税	(45,252)	(45,327)	(0.2)
净利润	149,426	149,585	(0.1)
少数股东权益	(405)	(266)	52.3
可分配净利润	149,021	149,319	(0.2)

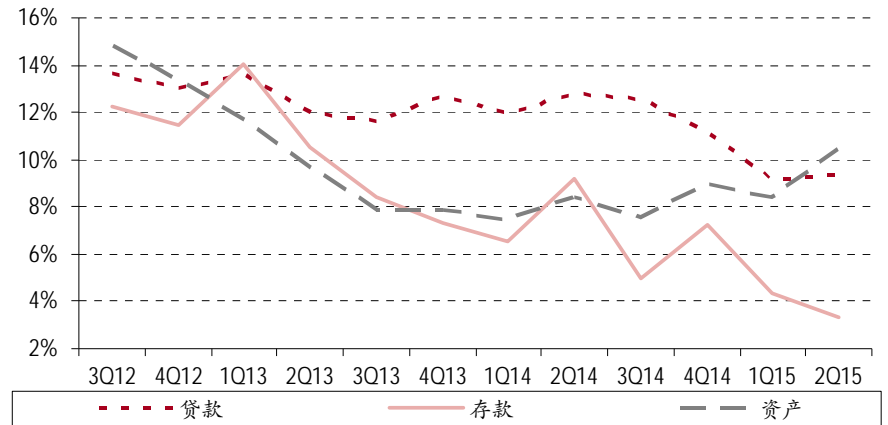
资料来源: 公司数据、中银国际研究

图表 3. 净息差变动



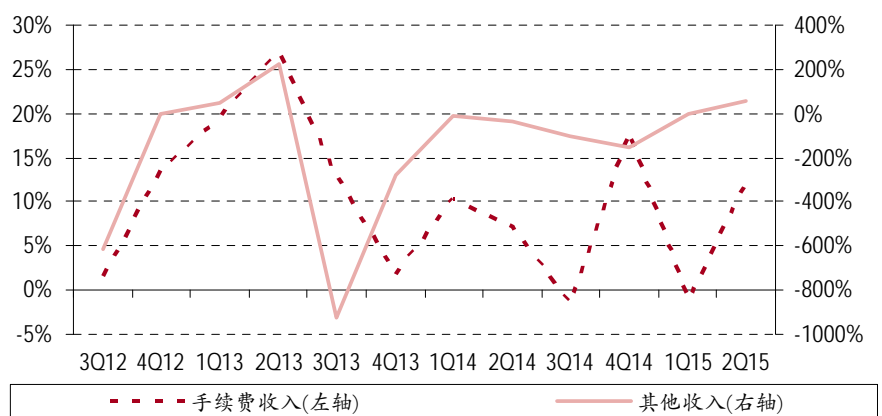
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 4. 贷款、存款和资产同比增长



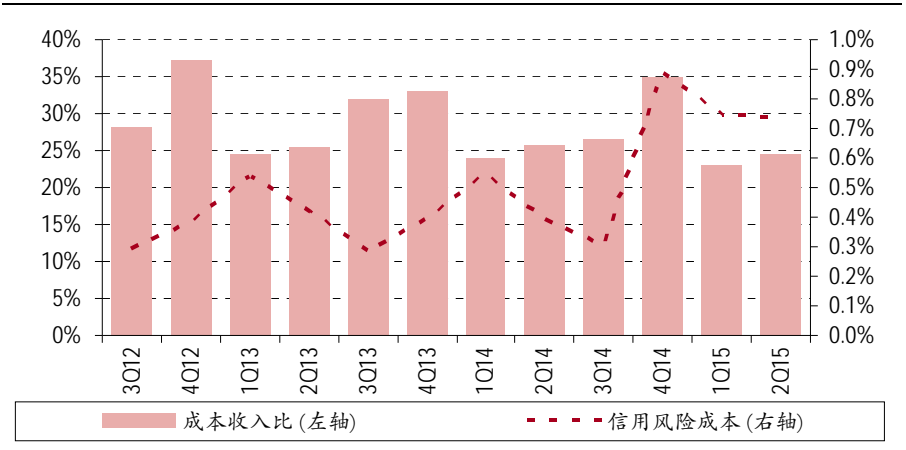
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 5. 佣金收入和其他收入同比增长



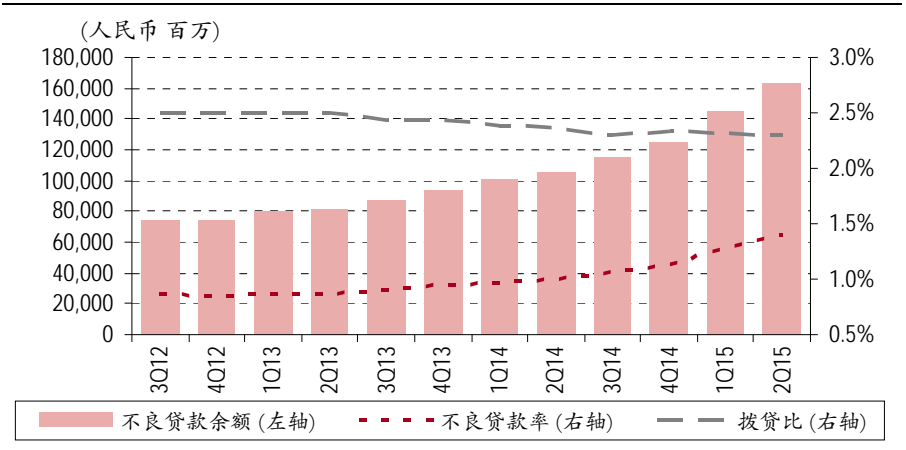
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 6. 成本收入比及信贷成本



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 7. 不良贷款及拨备贷款比



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	505,970	506,439	486,154
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	671,032	691,791	694,183
经营费用	(204,140)	(218,674)	(235,948)	(248,520)	(251,680)
拨备前经营利润	374,761	416,184	435,085	443,271	442,503
贷款损失拨备	(38,321)	(56,729)	(80,611)	(114,006)	(161,667)
经营利润	336,440	359,455	354,474	329,265	280,836
营业税	0	0	1	1	1
非经常性项目	338,537	361,612	356,675	331,466	283,037
税前利润	(75,572)	(85,326)	(88,982)	(81,704)	(69,047)
所得税	262,965	276,286	267,693	249,761	213,991
税后利润	(316)	(475)	(1,455)	(1,600)	(1,760)
净利润	262,649	275,811	266,238	248,161	212,230
优先股股息	0	0	(2,400)	(4,800)	(4,800)
可归属于普通股股东的净利润	262,649	275,811	263,838	243,361	207,430
变动(%)	10	5	(4)	(8)	(15)

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
资产					
现金及中央银行存款	3,294,007	3,523,622	3,244,268	3,227,114	3,179,660
银行间贷款	1,049,887	1,251,238	699,386	822,718	1,066,543
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	12,274,651	13,399,386	14,325,372
减: 拨备	(240,959)	(257,581)	(272,910)	(337,106)	(439,092)
投资	3,977,831	4,110,762	5,052,993	5,167,236	5,285,302
固定资产	28,515	28,919	30,024	31,129	32,234
累计折旧	164,347	196,238	203,987	209,243	209,516
其他资产	352,317	383,901	383,906	383,911	383,916
总资产	18,917,752	20,609,953	21,997,480	23,322,924	24,504,673
负债及权益					
客户存款	14,667,391	15,732,849	16,614,580	17,429,236	18,161,246
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	18,961,862	20,013,119	20,983,490
其他负债	1,196,163	1,212,826	1,315,225	1,392,318	1,466,002
总负债	17,639,289	19,072,649	20,277,087	21,405,437	22,449,493
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	577,798	652,725	720,493
留存收益	511,949	650,236	739,027	820,394	889,439
总股东权益	1,274,134	1,496,431	1,673,220	1,829,515	1,966,328
优先股	0	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	1,720,393	1,917,487	2,055,181
总负债及权益	18,917,752	20,609,953	21,997,480	23,322,924	24,504,673

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	356,675	331,466	283,037
非现金项目	(25,401)	(17,711)	(26,758)	23,415	82,516
其他变化	17,952	2,510	6,510	5,437	4,531
流动资金的变动	(345,707)	(136,464)	144,049	(48,471)	91,872
经营活动产生的净现金流	(14,619)	209,947	480,476	311,847	461,957
投资活动产生的净现金流	(164,161)	(146,741)	(983,018)	(155,031)	(158,853)
融资活动产生的净现金流	(65,465)	(26,344)	(112,898)	(71,146)	(98,858)
现金净增/(减)	(244,245)	36,862	(615,440)	85,671	204,246

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
盈利能力					
生息资产收益率	4.4	4.5	4.3	4.3	4.1
资金成本	2.0	2.1	2.1	2.2	2.3
利差	2.3	2.4	2.2	2.1	1.8
净息差	2.5	2.6	2.5	2.3	2.1
非息收入/总收入	23.4	22.3	24.6	26.8	30.0
成本收入比	35.3	34.4	35.2	35.9	36.3
有效税率	22.3	23.6	24.9	24.6	24.4
增长率					
贷款增长率	12.7	11.1	11.3	9.2	6.9
存款增长率	7.3	7.3	5.6	4.9	4.2
资产增长率	7.8	8.9	6.7	6.0	5.1
可持续增长率	37.0	30.3	23.5	22.1	17.7
流动性					
贷存比	66.6	68.4	72.1	75.0	76.9
贷款资金比	66.7	69.2	73.1	76.2	78.3
贷款资产比	52.5	53.5	55.8	57.5	58.5
核心负债/总负债	69.0	68.6	68.1	68.0	67.9
资产质量					
不良贷款率	0.9	1.1	1.8	2.7	3.7
总拨备覆盖率	257.2	206.9	123.0	94.0	81.8
贷款拨备率	2.4	2.3	2.2	2.5	3.1
新增不良贷款形成率	0.6	1.2	1.5	1.7	1.9
信用成本	0.4	0.5	0.6	0.9	1.2
资本充足率					
权益资产比率	6.8	7.3	7.6	7.9	8.1
核心一级资本充足率	10.6	11.9	11.2	11.2	11.1
一级资本充足率	10.6	12.2	11.5	11.7	11.5
总资本充足率	13.1	14.5	13.6	13.8	13.5
回报率					
资产回报率	1.4	1.4	1.2	1.1	0.9
股本回报率	21.9	19.9	16.6	13.9	10.9
已运用资本收益率	18.3	16.3	14.2	12.3	9.8
风险加权资产回报率	2.4	2.3	2.0	1.7	1.3

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刊载或转发的，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