

工商银行 (601398)

手续费增速回暖，互联网金融展新枝

推荐 (维持)

现价: 4.57 元

主要数据

| | |
|---------------|-------------------------------------|
| 行业 | 银行 |
| 公司网址 | www.icbc.com.cn www.icbc-ltd.com |
| 大股东/持股 | 汇金公司/34.71% |
| 实际控制人/持股 | 汇金公司/34.71% |
| 总股本(百万股) | 356,406 |
| 流通 A 股(百万股) | 269,612 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 86,794 |
| 总市值 (亿元) | 16,287.77 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 12,321.28 |
| 每股净资产(元) | 4.62 |
| 资产负债率(%) | 92.40 |

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
HUANGYAOFENG558@pingan.com.cn

研究助理

袁喆奇 一般从业资格编号
S1060115060010
021-20661426
YUANZHEQI052@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: 工商银行公布 15 年三季报, 2015 年前 3 季度净利润同比增 0.6%。总资产 22.10 万亿元 (+9.7%, YoY/-1.39%,QoQ)。其中贷款 +9.5%YoY/+2.0%QoQ;存款+7.70%YoY/+1.44%QoQ。营业收入同比增 7.4%; 手续费净收入同比增长 10.2%。成本收入比 23.03%, 同比下降 1.3%。不良贷款率 1.44% (+4bps QoQ)。拨贷比 2.27% (-2bps,QoQ), 拨备覆盖率 157.63% (-6pct,QoQ)。公司核心一级资本充足率 12.41% (+28bps QoQ), 资本充足率 14.43%(+26bps,QoQ)

平安观点:

■ 业绩符合预期, 手续费收入回暖

工商银行 15 年前 3 季度净利润同比增长 0.6%, 基本符合预期, 营收同比增 7.4%, 其中利息收入逐季走低, 同比增 2% (vs2 季度 4.1%及 1 季度 8.2%), 手续费回暖, 单季同比增 23%, 主要是由于去年 8 月手续费价格调整导致去年三季度低基数, 拨备计提继续大幅增加, 前三季度资产减值准备同比增 90%, 拖累了利润增速。

■ 净息差持续小幅收窄, 同业负债收缩

公司 2015 年前三季度净息差 2.49%, 环比下降 4bps, 主要仍受利率市场化及 2015 年前三季度 5 次降息的影响。但是公司积极主动管理负债, 前 3 季度大幅度压缩了保本理财、同业存款等高成本负债, 一定程度上对冲了存贷利差的收窄。考虑降息及存款利率上限放开的持续影响, 预计第 4 季度净息差仍将小幅收窄。

■ 不良生成持续回落, 拨备仍有压力

工商银行 2015 年前三季度不良率为 1.44%, 环比上升 4bps, 加回核销之后的单季年化不良生成率 0.83% (-49bps, QoQ), 延续了 2 季度的下行趋势, 资产质量的管控效果明显, 但考虑到未来经济下行压力仍然存在, 不良生成能否持续走低仍待观察。工行 2015 年 3 季度信用成本 0.67%, 环比下降 7bps, 拨备覆盖率环比下降 6 个百分点至 158%, 拨贷比环比提升 2bps 至 2.27%。经济换挡和调整期给银行资产质量带来较大的压力, 拨备覆盖率已接近监管线, 未来仍有计提压力。

■ 投资建议: 维持“推荐”评级:

考虑到降息及经济下行压力影响, 我们下调公司 2016 年净利润增速至 0.3%, (原预测为 2.7%)。我们认为工商银行未来将受益于其综合化、国际化以及积极布局的互联网金融战略。工行在 9 月推出互联网金融 2.0 版本, 未来三平台 (融 e 联、融 e 购、融 e 行)、一中心 (网络融资中心) 的布局颇具看点, 目前公司股价对应 15/16 年 PB 0.87x/0.79x, 维持“推荐”评级。

■ 风险提示: 资产风险加速暴露。

| | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 578,088 | 631,829 | 670,066 | 707,401 | 742,793 |
| YoY(%) | 9.2 | 9.3 | 6.1 | 5.6 | 5.0 |
| 净利润(百万元) | 262,649 | 275,811 | 276,091 | 276,875 | 278,866 |
| YoY(%) | 10.1 | 5.0 | 0.1 | 0.3 | 0.7 |
| 毛利率(%) | 21.9 | 19.7 | 17.0 | 15.3 | 13.9 |
| 净利率(%) | 0.74 | 0.77 | 0.77 | 0.78 | 0.78 |
| P/E(倍) | 6.15 | 5.91 | 5.90 | 5.88 | 5.84 |
| P/B(倍) | 1.26 | 1.06 | 0.97 | 0.87 | 0.79 |

图表1 公司盈利预测

| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 每股指标 (RMB) | | | | | | 经营管理 (%) | | | | | |
| EPS (摊薄/元) | 0.74 | 0.77 | 0.77 | 0.78 | 0.78 | 贷款增长率 | 12.7% | 11.1% | 11.0% | 9.0% | 9.0% |
| BVPS (摊薄/元) | 3.63 | 4.33 | 4.73 | 5.26 | 5.78 | 生息资产增长率 | 7.8% | 8.9% | 9.7% | 8.7% | 8.4% |
| 每股股利 | 0.26 | 0.26 | 0.26 | 0.26 | 0.26 | 总资产增长率 | 7.8% | 8.9% | 9.4% | 8.6% | 8.4% |
| 分红率 | 35.0% | 33.0% | 33.0% | 33.0% | 33.0% | 存款增长率 | 6.9% | 6.4% | 9.0% | 9.0% | 8.0% |
| 资产负债表 (Rmb mn) | | | | | | 流动性 (%) | | | | | |
| 贷款总额 | 9,922,374 | 11,026,334 | 12,239,231 | 13,340,762 | 14,541,430 | 付息负债增长率 | 5.1% | 8.0% | 8.9% | 9.1% | 8.2% |
| 证券投资 | 4,347,264 | 4,457,285 | 4,769,295 | 5,150,839 | 5,562,906 | 净利息收入增长率 | 6.1% | 11.3% | 6.1% | 4.8% | 4.1% |
| 应收金融机构的款项 | 1,049,887 | 1,251,238 | 1,363,849 | 1,500,234 | 1,650,258 | 手续费及佣金净收入增 | 15.3% | 8.3% | 6.0% | 8.0% | 8.0% |
| 生息资产总额 | 18,372,573 | 20,000,895 | 21,931,346 | 23,838,196 | 25,842,663 | 营业收入增长率 | 9.2% | 9.3% | 6.1% | 5.6% | 5.0% |
| 资产合计 | 18,917,752 | 20,609,953 | 22,545,424 | 24,481,827 | 26,540,415 | 拨备前利润增长率 | 10.1% | 11.0% | 6.0% | 5.5% | 5.0% |
| 客户存款 | 14,620,825 | 15,556,601 | 16,956,695 | 18,482,798 | 19,961,421 | 税前利润增长率 | 9.7% | 6.8% | 0.1% | 0.3% | 0.7% |
| 计息负债总额 | 16,443,126 | 17,757,018 | 19,329,987 | 21,084,716 | 22,816,932 | 净利润增长率 | 10.1% | 5.0% | 0.1% | 0.3% | 0.7% |
| 负债合计 | 17,639,289 | 19,072,649 | 20,816,190 | 22,566,306 | 24,437,267 | 非息收入占比 | 21.2% | 21.0% | 21.0% | 21.4% | 22.1% |
| 股本 | 351,390 | 353,495 | 356,406 | 356,406 | 356,406 | 成本收入比 | 28.6% | 27.9% | 27.9% | 27.9% | 27.9% |
| 股东权益合计 | 1,274,134 | 1,530,859 | 1,721,984 | 1,907,490 | 2,094,330 | 信贷成本 | 0.41% | 0.54% | 0.70% | 0.82% | 0.90% |
| 利润表 (Rmb mn) | | | | | | 所得税率 | | | | | |
| 净利息收入 | 443,335 | 493,522 | 523,519 | 548,886 | 571,324 | 22.3% | 23.6% | 23.6% | 23.6% | 23.6% | |
| 净手续费及佣金收入 | 122,326 | 132,497 | 140,447 | 151,683 | 163,817 | 盈利能力 (%) | | | | | |
| 营业收入 | 578,088 | 631,829 | 670,066 | 707,401 | 742,793 | NIM | 2.57% | 2.66% | 2.54% | 2.44% | 2.34% |
| 营业税金及附加 | -37,441 | -41,351 | -43,853 | -46,297 | -48,613 | 拨备前 ROAA | 2.07% | 2.12% | 2.05% | 1.99% | 1.92% |
| 拨备前利润 | 376,858 | 418,341 | 443,409 | 467,885 | 491,087 | 拨备前 ROAE | 31.4% | 29.8% | 27.3% | 25.8% | 24.5% |
| 计提拨备 | -38,321 | -56,729 | -81,429 | -104,878 | -125,470 | ROAA | 1.44% | 1.40% | 1.28% | 1.18% | 1.09% |
| 税前利润 | 338,537 | 361,612 | 361,979 | 363,007 | 365,618 | ROAE | 21.9% | 19.7% | 17.0% | 15.3% | 13.9% |
| 净利润 | 262,649 | 275,811 | 276,091 | 276,875 | 278,866 | 流动比率 (%) | | | | | |
| 资产质量 | | | | | | 资本状况 | | | | | |
| NPL ratio | 0.94% | 1.13% | 1.50% | 1.65% | 1.80% | 分红率 | 35.0% | 33.0% | 33.00% | 33.00% | 33.00% |
| NPLs | 93,689 | 124,497 | 183,588 | 220,123 | 261,746 | 贷存比 | 67.9% | 70.9% | 72.18% | 72.18% | 72.85% |
| 拨备覆盖率 | 257% | 207% | 153% | 154% | 166% | 贷款/总资产 | 52.5% | 53.5% | 54.29% | 54.49% | 54.79% |
| 拨贷比 | 2.42% | 2.34% | 2.30% | 2.55% | 2.98% | 债券投资/总资产 | 23.0% | 21.6% | 21.15% | 21.04% | 20.96% |
| 一般准备/风险加权资产 | 2.01% | 2.06% | 2.06% | 2.29% | 2.70% | 银行同业/总资产 | 5.5% | 6.1% | 6.05% | 6.13% | 6.22% |
| 不良贷款生成率 | 0.39% | 0.68% | 1.00% | 0.65% | 0.53% | 核心一级资本充足率2 | 10.62% | 11.92% | 12.25% | 12.53% | 12.72% |
| 不良贷款核销率 | -0.19% | -0.38% | -0.49% | -0.36% | -0.23% | 资本充足率 | 13.31% | 14.53% | 14.63% | 14.73% | 14.75% |
| | | | | | | 加权风险资产-一般法 | 11,982,187 | 12,475,939 | 13,647,548 | 14,819,722 | 16,065,859 |
| | | | | | | % RWa/总资产 | 63.3% | 60.5% | 60.5% | 60.5% | 60.5% |

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±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±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替行使独立判断。

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 2015 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甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033