

中国：银行
2015年8月28日
投资建议：
买入 (维持评级)
目标价隐含涨/跌幅：20.5%
日期 2015/08/28

收盘价	RMB4.23
十二个月目标价	RMB5.10
前次目标价	RMB6.40
上海 A 股指数	3,386.2

信息更新：

- ▶ 工行 8 月 27 日公布 2015 年上半年业绩。
- ▶ 我们将 2015/16/17 年盈利预估下调 4.4%/8.9%/12.1%。目标价相应下调至人民币 5.10 元。

本中心观点：

- ▶ 我们预计 2015 年下半年工行资产质量压力将减轻，因为其不良贷款率环比增幅逐步收窄。我们认为加强风控的策略有望于 2016 年逐步显效。

公司简介： 工行在全国范围内提供多种个人及公司银行服务。

股价相对上海 A 股指数表现


市值 (A+H 股)	US\$229,118.6 百万元
三个月平均日成交量 (A)	US\$415.0 百万元
股份总数 (百万股) (A+H)	356,406.0
A 股占总流通股数比例	75.6
流通股比例 (A)	77.9%
大股东：持股比例	中央汇金投资有限责任公司, 35.3%

财务展望 (每股/元)

年初至 12 月	2013A	2014F	2015F	2016F
收益	0.75	0.78	0.79	0.80
增长率 (%)	9.6	5.0	0.2	1.7
市盈率 (倍)	5.7	5.4	5.4	5.3
拨备前利润	1.06	1.18	1.27	1.37
市价对拨备前利润 (倍)	4.0	3.6	3.3	3.1
净值	3.63	4.36	4.80	5.31
市净率 (倍)	1.2	1.0	0.9	0.8
股利	0.24	0.26	0.27	0.28
股利收益率 (%)	5.7	6.2	6.4	6.7
平均总资产收益率 (%)	1.2	1.3	1.3	1.2
平均净资产收益率 (%)	21.9	19.7	17.2	15.8

报告分析师：
元大研究部

+86 21 6187 3832

research@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

朱家杰 CFA

+852 3969 9521

peter.kk.chu@yuanta.com

李梦彤

+86 21 6187 3836

erinlee1221@yuanta.com

工商银行 (A) (601398 CH)

拨备扩大有助于维持贷款质量

重申买入评级，但目标价调降至人民币 5.1 元： 2015 年上半年工行净利润仅同比增长 0.6%，符合本中心预期。我们认为，盈利增速疲弱主要由不良贷款拨备加速增长所致（2015 年上半年同比增长 73.6%，高于 1 季度的 52.2%）。若我们假设上半年不良贷款拨备同比增幅与 1 季度相同，工行上半年净利润将同比增长 4.1%。考虑到净息差（同比下滑 9 个基点）及平均净资产收益率下滑（同比下滑 2.91 个百分点），我们将 2015/16/17 年盈利预估下调 4.4%/8.9%/12.1%。目标价相应调降至人民币 5.1 元，隐含 2015 年预期市净率 1.07 倍。工行目前股价对应 2015 年预期市净率 0.89 倍。本中心目标价隐含 20% 的上涨空间，我们认为该股目前估值具有吸引力。

2015 年上半年个人理财和私人银行服务，以及公司理财业务为主要盈利增长驱动力，收入分别同比增长 88.5%/30.9%。 这主要归功于 1) 上半年资本市场活跃，代理个人基金业务收入、私人银行及个人银行类理财产品收入显著增长；及 2) 类基金类对公银行理财产品销售大幅增长。然而，我们认为由于 6 月下旬起市场悲观情绪蔓延，2015 年下半年该趋势难以延续。

不良贷款率环比增幅收窄： 尽管 2015 年上半年不良贷款率处于 1.4% 的高位（低于同业均值 1.5%），但环比增幅下滑（截至 2015 年 2 季度环比增加 11 个基点，低于 1 季度的 16 个基点）。我们预计工行资产质量将改善。我们认为工行加强关键领域风控以及深入筛查潜在风险贷款（使 2015 年上半年五个行业 - 即钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃及造船 - 合计不良贷款率下滑 15 个基点）的经营策略将继续利好该行。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

股票估值

本中心估值系基于合理市净率估值模型和三阶段股利折现率模型计算而得，终期截至 2023 年 12 月 31 日。

- ▶ **权益成本(Ke):** 我们采用中国/香港 10 年期加权平均国债收益率 (3.46%) 作为无风险利率，年几何平均贝塔值 1.14 和预期市场收益率 4.52%，得出权益成本为 7.05%。

基于本中心 2015-23 年预期，这两种估值方法得出结果如下：

- ▶ **三阶段股利折现率模型**

图 1：股利折现率模型

	每股价值	权重(%)	备注
预测期股利	0.76	17.66	2015-17 年预期平均盈利增长率= 1.25%,股利分配率= 35.19%
第二阶段股利	0.55	16.85	2018-22 年预期平均盈利增长率= 5.06%,股利分配率 = 4%
永续价值	3.43	65.49	盈利增长率= 4%
合理现值(PFV)	4.74		折现至 2015 年 6 月
每股合理价值	5.08		12 个月目标合理价值

资料来源：公司资料，元大

- ▶ **合理市净率模型：**我们预期工行长期净资产收益率为 7.6%。本中心目标市净率计算方法为 $P/B = (ROE - g) \div (Ke - g)$ ，其中 $g=4%$ ， Ke (权益成本) = 7.05%，得出 2016 年 6 月底的目标价为人民币 5.11 元。
- ▶ **目标价人民币 5.10 元，隐含 1.07 倍市净率**
我们将市净率和股利折现率估值简单平均，得出工行目标价为人民币 5.10 元，隐含市净率 1.07 倍。

盈利预估调整

考虑到净息差（同比下滑 9 个基点）及平均净资产收益率下滑（同比下滑 2.91 个百分点），我们将 2015/16/17 年盈利预估下调 4.4%/8.9%/12.1%。同时，我们将隐含净资产收益-增长率分析模型中的长期净资产收益率假设由 8.35%下调至 7.6%。目标价调降至人民币 5.1 元，隐含 2015 年预期市净率 1.07 倍。工行目前股价对应 2015 年预期市净率 0.89 倍。本中心目标价隐含 20%的上涨空间。

图 2：12 个月预期市净率区间



资料来源：公司资料，元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
现金及等价	3,586,880	3,600,373	3,827,895	3,968,011	4,196,961
央行及同业资产	4,343,230	3,933,858	1,186,446	1,239,929	1,278,293
交易性 投资	236,427	397,576	370,876	407,964	436,521
可供出售到期投资	3,895,500	3,978,203	4,115,328	4,387,374	4,959,497
客户贷款总额	8,803,692	9,922,374	11,026,331	11,687,911	12,272,306
贷款损失准备	(220,403)	(240,959)	(257,581)	(273,036)	(286,688)
其他资产	471,029	516,664	580,139	627,167	683,896
生息资产	17,042,422	17,834,435	16,328,105	17,315,213	18,510,097
加权风险资产	9,511,205	11,982,187	12,475,939	13,474,014	14,282,455
总资产	21,116,355	22,108,089	20,849,434	22,045,319	23,540,787
客户存款	13,642,910	14,620,825	15,556,601	16,334,431	17,151,153
同业负债	1,724,569	1,568,559	1,920,196	2,140,253	2,538,404
债券	272,102	385,934	176,248	178,010	179,791
其他负债	774,177	1,063,971	1,419,604	1,500,515	1,637,353
计息负债	15,639,581	16,575,318	17,653,045	18,652,695	19,869,347
总负债	16,413,758	17,639,289	19,072,649	20,153,210	21,506,700
少数股东权益	3,462	4,329	6,445	5,568	4,659
母公司股东权益	1,124,997	1,274,134	1,530,859	1,687,772	1,864,450
每股净值 (RMB)	3.22	3.63	4.36	4.80	5.31
期末股数 (百万股)	349,618.8	351,388.7	351,412.0	351,412.0	351,412.0

资料来源: 公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
利息净收入	417,828	443,335	493,522	524,229	553,062
非利息收入	112,206	136,428	141,712	151,124	166,290
营业收入	527,929	577,981	633,196	673,087	716,838
营业支出	(189,940)	(204,140)	(218,674)	(227,421)	(234,244)
拨备前利润	337,989	373,841	414,522	445,666	482,594
贷款减值损失	(32,572)	(38,098)	(56,267)	(78,774)	(102,406)
营业利润	305,417	335,743	358,255	366,893	380,188
税前利润	308,687	338,537	361,612	370,877	384,943
所得税费用	(69,996)	(75,572)	(85,326)	(93,859)	(103,244)
属少数股东净利润	(159)	(316)	(475)	(523)	(575)
属母公司股东净利润	238,532	262,649	275,811	276,496	281,124
红利	69,924	84,333	91,908	95,491	99,038
每股收益(RMB)	0.68	0.75	0.78	0.79	0.80
有效税率 (%)	22.7	22.3	23.6	25.3	26.8
每股股利 (RMB)	0.20	0.24	0.26	0.27	0.28
分红比例 (%)	29.3	32.1	33.3	34.5	35.2

资料来源: 公司资料、元大

杜邦分析

至 12 月 31 日 (占平均资产比重)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
利息净收入	2.11	2.05	2.30	2.44	2.43
非利息收入	0.57	0.63	0.66	0.70	0.73
营业收入	2.66	2.67	2.95	3.14	3.14
营业支出	(0.96)	(0.94)	(1.02)	(1.06)	(1.03)
拨备前利润	1.70	1.73	1.93	2.08	2.12
资产减值损失	(0.16)	(0.18)	(0.26)	(0.37)	(0.45)
营业利润	1.54	1.55	1.67	1.71	1.67
营业外项目	0.02	0.02	0.01	0.02	0.02
税前利润	1.56	1.57	1.68	1.73	1.69
所得税费用	(0.35)	(0.35)	(0.40)	(0.44)	(0.45)
属少数股东及首选股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产收益率 (%)	1.20	1.22	1.28	1.29	1.23
杠杆倍数 (倍)	19.05	18.02	15.31	13.33	12.83
净资产收益率 (%)	22.92	21.90	19.67	17.18	15.83

资料来源: 公司资料、元大

增长动能

至 12 月 31 日 (%)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
存款增长率	11.27	7.17	6.40	5.00	5.00
放款增长率	13.03	12.71	11.13	6.00	5.00
净利息收益率	2.59	2.54	2.89	3.12	3.09
净利息收入增长率	15.18	6.10	11.32	6.22	5.50
手续费收入增长率	4.45	15.33	8.31	5.30	6.00
非利息收入增长率	2.27	21.59	3.87	6.64	10.04
非利息收入比营业收入	21.25	23.60	22.38	22.45	23.20
营业收入增长率	12.28	9.48	9.55	6.30	6.50
成本收入比	35.98	35.32	34.53	33.79	32.68
营业支出增长率	11.98	7.48	7.12	4.00	3.00
拨备前利润增长率	12.45	10.61	10.88	7.51	8.29
贷款减值损失/平均贷款总额	0.39	0.41	0.54	0.69	0.85
资产减值损失/平均生息资产	0.20	0.22	0.33	0.47	0.57
营业利润增长率	13.65	9.93	6.71	2.41	3.62
净利润增长率 (属母公司股东)	14.53	10.11	5.01	0.25	1.67
每股收益增长率	14.36	9.56	5.00	0.25	1.67
每股股利增长率	11.11	20.00	8.98	3.90	3.71

资料来源: 公司资料、元大

资本、资产品质及流动性

至 12 月 31 日 (%)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
核心资本充足率	10.52	10.57	12.19	12.65	13.13
资本充足率	13.66	13.12	14.53	15.29	16.08
不良贷款率	0.85	0.94	1.13	1.20	1.19
拨备覆盖率	2.96	2.57	2.07	1.95	1.96
贷存款比例	64.53	67.86	70.88	71.55	71.55
贷款净额/总资产	41.69	44.88	52.89	53.02	52.13
交易性 投资/总资产	1.12	1.80	1.78	1.85	1.85
可供出售到期投资/总资产	18.45	17.99	19.74	19.90	21.07
客户存款/总资产	64.61	66.13	74.61	74.09	72.86
同业负债/总资产	8.17	7.09	9.21	9.71	10.78
债券/总资产	1.29	1.75	0.85	0.81	0.76
母公司股东权益/总资产	5.33	5.76	7.34	7.66	7.92

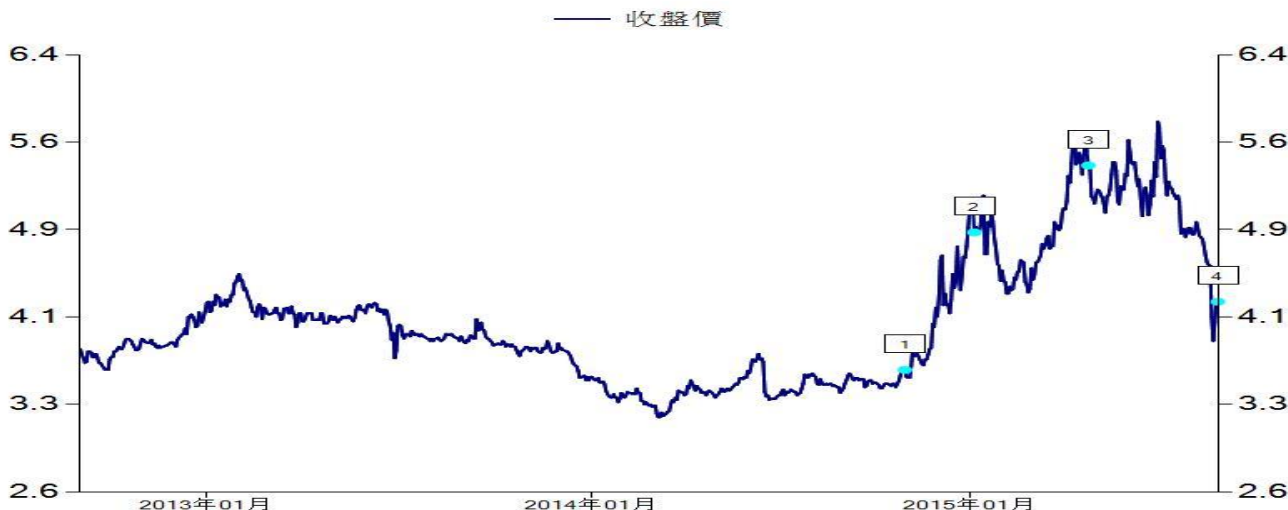
资料来源: 公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

工商银行(A) (601398 CH) - 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2014/11/04	3.63	4.20	4.20	买入	梦旸 李
2	2015/01/08	3.63	5.90	5.90	买入	梦旸 李
3	2015/04/30	5.53	6.40	6.40	买入	梦旸 李
4	2015/08/28	4.23	5.10	5.10	买入	元大研究部

资料来源：Bloomberg, 元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	179	43%
持有-超越同业	108	26%
持有-落后同业	58	14%
卖出	12	3%
评估中	55	13%
限制评级	5	1%
总计：	417	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼