

# 工商银行 (601398)

## 盈利增速平稳, EICBC促转型

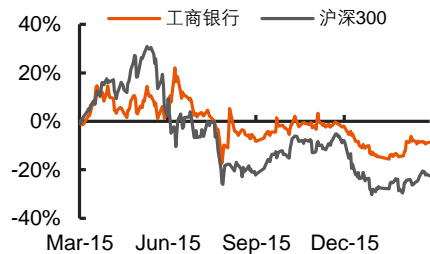
### 推荐 (维持)

现价: 4.32 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/35.00%
实际控制人/持股	汇金公司/%
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)	14,825
流通 A 股市值(亿元)	11,647
每股净资产(元)	4.80
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.CO  
M.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年年报。2015年净利润同比增0.5%, 符合我们预期: 总资产22.21万亿元 (+7.8%, YoY/+0.47%QoQ)。其中贷款+8.2%YoY/+0.47%QoQ; 存款 +4.66%YoY/-1.45%QoQ。营业收入同比增 5.3%, 净息差 2.47% (-19bpsYoY), 手续费净收入同比增 8.2%。成本收入比 25.49% (-126bpsYoY)。不良贷款率 1.5%, 环比上升 6bps。拨贷比 2.35% (+8bps,QoQ), 拨备覆盖率 156% (-1pct QoQ)。公司核心一级资本充足率 12.87% (+146bps QoQ), 资本充足率 15.22% (+79bps QoQ)。拟每 10 股派发人民币 2.333 元 (含税)。

#### 平安观点:

- **盈利维持小幅增长, 存贷款结构优化。**工行 15 年全年净利润同比增 0.5%, 主要受加大拨备计提(拨备计提同比增长 53.3%)和净息差收窄带来的净利息收入同比增速持续放缓 (Q1 8.2%, Q2 4.1%, Q3 2.0%, Q4 -2.0%) 的影响, 公司拨备前利润同比增 7.6%。公司存贷款规模保持稳健增长, 其中贷款余额/存款余额较年初分别增长 8.2%/4.7%。此外, 存贷款结构进一步优化。贷款结构方面, 零售贷款占比较年初增加 1.9 个百分点至 29.7%, 主要是加大了个人消费和住房贷款的投放, 两者增加 4365 亿元, 占各项贷款增量的 55.4%; 存款结构方面, 工行活期存款同比增 8.4%, 占存款比重较 6 月末上升 1.3 个百分点至 48.5%。
- **中间业务收入稳定增长。**工行手续费及佣金净收入同比增 8.2%, 占营业收入比重同比增长 0.44 个百分点至 20.55%, 收入结构持续改善。主要受益于个人理财及私人银行业务收入 (+73.7%, YoY) 的快速增长及主要收入来源银行卡业务 (占手续费收入的 23%) 的稳增长 (7.3%, YoY)。公司 15 年末私人银行业务客户数达到 6.2 万户, 同比增 44.8%, 管理资产规模达 1.06 万亿, 同比增 44.3%; 银行卡发卡量 7.5 万亿, 其中信用卡发行 1.09 亿张。
- **净息差持续收窄。**工行 15 年净息差 2.47%, 环比收窄 2BP, 同比收窄 19BP, 主要是受 15 年 5 次降息及放开存款利率浮动区间上限的影响, 存

	2014	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	631,829	666,671	696,807	742,813	787,841
YoY(%)	9.3	5.5	4.5	6.6	6.1
净利润(百万元)	275,811	277,131	278,482	280,447	283,652
YoY(%)	5.0	0.5	0.5	0.7	1.1
ROE(%)	19.7	16.7	14.8	13.5	12.4
EPS(摊薄/元)	0.77	0.78	0.78	0.79	0.80
P/E(倍)	5.58	5.56	5.53	5.49	5.43
P/B(倍)	1.00	0.90	0.81	0.73	0.67

贷利差同比收窄 37BP，环比收窄 13BP。考虑到工行 15 年末仅 29%的贷款和 61%的存款完成重定价，今年到期的重定价贷款会高于存款，受利率下行的负面影响也会比较大，预计 16 年工行净息差将持续收窄。

- **资产质量下行趋势延续，未来资产质量继续承压。** 工行 15 年不良率为 1.50%，环比上升 6bps，虽呈上升态势，但低于银行业整体不良贷款率 1.67%的水平，整体风险可控。加回核销之后的第 4 季度年化不良生成率 0.78% (-6bps, QoQ)，延续 3 季度的下行趋势。但从不良贷款先行指标来看，公司关注类贷款和逾期贷款快速增长，其中关注类贷款余额环比增 63%(HoH)，占总贷款比例增长 75BP 至 4.36%，逾期贷款/90 天以内逾期贷款环比分别增长 15%/26%(HoH)，占总贷款比重分别上升 30BP/27BP 至 2.79%/1.42%，未来资产质量继续承压。

受资产质量下滑影响，公司加大了拨备计提力度及不良处置力度，15 年全年计提拨备 870 亿，较 14 年多计提 303 亿，全年核销 639 亿，较 14 年增加 238 亿。测算的公司第四季度季年化信用成本 0.85%，环比上升 19bps，单季年化不良贷款核销率 0.78%，环比下降 6bps。公司拨备覆盖率环比下降 1 个百分点至 156%，拨贷比 2.35% (+8bps, QoQ)，低于 2.5%的监管要求，若未来监管要求不放松，公司将维持较高信用成本，对业绩产生负面影响。

- **工行加快实施互联网金融战略谋发展：**15 年 3 月工行完整发布了 e-ICBC 互联网金融品牌，成为国内第一家发布互联网金融品牌的商业银行。“三大平台+三大产品线”战略布局随之谋定。电商平台融 e 购 15 年用户数达 3000 万户，总的交易额接近 1 万亿元，成为国内第二大电商平台；直销银行“融 e 行”移动端客户达到 1.9 亿户；通信平台“融 e 联”15 年年末用户达 530 万，今年前 3 个月增加了 1000 万，3 月末用户数已达 1530 万，今年下半年工行还将推出“融 e 联”的二维码支付，值得期待。依托三大平台的建设和互联网金融营销服务的新机制，工行实现了融资、支付、投资理财三大产品线快速发展，其中，15 年年末网络融资余额达 5235 亿元，“逸贷”客户数已达 450 万户，余额突破 2100 亿元。工行互联网金融呈现加速发展态势，为推动自身经营转型提供新引擎。
- **投资建议：**16 年工行资产质量仍将继续承压，但从目前来看监管层对于拨备覆盖率指标存在调降的可能，这或将使得工行的净利润避免负增长，由此我们上调公司 16 年盈利预测至 0.5% (原预测 -2.7%)，工行经营稳健，风险整体可控，互联网金融加速发展有望成为公司下一个增长点。公司目前股价对应 16/17 年 PB 0.81x/0.73x，PE5.5x/5.5x，估值仍然具有一定吸引力，维持“推荐”评级。
- **风险提示：资产风险加速暴露。**

图表1 公司盈利预测

	2014	2015A	2016E	2017E	2018E		2014	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标 (RMB)</b>						<b>经营管理 (%)</b>					
EPS (摊薄/元)	0.77	0.78	0.78	0.79	0.80	贷款增长率	11.1%	8.2%	9.0%	8.0%	7.0%
BVPS (摊薄/元)	4.33	4.80	5.35	5.90	6.45	生息资产增长率	8.9%	7.4%	8.7%	7.9%	7.3%
每股股利	0.26	0.23	0.23	0.24	0.24	总资产增长率	8.9%	7.8%	8.0%	7.9%	7.3%
分红率	33.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	存款增长率	6.4%	5.8%	9.0%	8.0%	8.0%
<b>资产负债表 (Rmb mn)</b>						<b>盈利能力 (%)</b>					
贷款总额	11,026,334	11,933,470	13,007,483	14,048,081	15,031,447	付息负债增长率	8.0%	9.1%	8.9%	8.0%	8.0%
证券投资	4,457,285	5,088,833	5,495,940	5,935,615	6,410,464	净利息收入增长率	11.3%	2.9%	2.2%	6.0%	5.2%
应收金融机构的款项	1,251,238	1,680,126	1,831,337	1,996,158	2,175,812	手续费及佣金净收入增	8.3%	8.2%	12.0%	8.0%	8.0%
生息资产总额	20,000,895	21,481,404	23,356,864	25,200,495	27,037,787	营业收入增长率	9.3%	5.5%	4.5%	6.6%	6.1%
资产合计	20,609,953	22,209,780	23,987,499	25,880,908	27,767,808	拨备前利润增长率	11.0%	7.6%	4.0%	6.6%	6.0%
客户存款	15,556,601	16,465,291	17,947,167	19,382,941	20,933,576	税前利润增长率	6.8%	0.4%	0.5%	0.7%	1.1%
计息负债总额	17,757,018	19,375,174	21,091,344	22,782,497	24,611,496	净利润增长率	5.0%	0.5%	0.5%	0.7%	1.1%
负债合计	19,072,649	20,409,261	21,990,741	23,686,525	25,373,541	非息收入占比	21.0%	21.5%	23.0%	23.3%	23.8%
股本	353,495	356,407	356,407	356,407	356,407	成本收入比	27.9%	26.7%	27.0%	27.0%	27.0%
股东权益合计	1,530,859	1,789,474	1,984,510	2,180,922	2,379,579	信贷成本	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>利润表 (Rmb mn)</b>						<b>流动性 (%)</b>					
净利息收入	493,522	507,867	518,947	550,033	578,865	NIM	2.66%	2.47%	2.35%	2.30%	2.25%
净手续费及佣金收入	132,497	143,391	160,598	173,446	187,321	拨备前 ROAA	2.12%	2.10%	2.03%	2.00%	1.97%
营业收入	631,829	666,671	696,807	742,813	787,841	拨备前 ROAE	29.8%	27.1%	24.8%	23.9%	23.2%
营业税金及附加	-41,351	-42,320	-44,233	-47,153	-50,012	ROAA	1.40%	1.29%	1.21%	1.12%	1.06%
拨备前利润	418,341	450,228	468,136	498,800	528,812	ROAE	19.7%	16.7%	14.8%	13.5%	12.4%
计提拨备	-56,729	-86,993	-103,131	-131,219	-157,029	<b>资本状况</b>					
税前利润	361,612	363,235	365,006	367,581	371,783	核心一级资本充足率2	11.92%	12.87%	13.29%	13.59%	13.87%
净利润	275,811	277,131	278,482	280,447	283,652	资本充足率	14.53%	15.22%	15.46%	15.61%	15.75%
<b>资产质量</b>						加权风险资产-一般法	12,475,939	13,216,687	14,274,580	15,401,317	16,524,181
NPL ratio	1.13%	1.50%	1.65%	1.85%	2.00%	% RWA/总资产	60.5%	59.5%	59.5%	59.5%	59.5%
NPLs	124,497	179,518	214,623	259,890	300,629						
拨备覆盖率	207%	156%	146%	147%	156%						
拨贷比	2.34%	2.35%	2.41%	2.71%	3.13%						
一般准备/风险加权资产	2.06%	2.12%	2.19%	2.47%	2.84%						
不良贷款生成率	0.68%	1.04%	0.85%	0.80%	0.75%						
不良贷款核销率	-0.38%	-0.56%	-0.57%	-0.47%	-0.47%						

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 2016 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