



股票代码	601398.CH	1398.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 4.44	港币 4.63
目标价	人民币 4.65	港币 5.00
原目标价	人民币 4.65	港币 5.15
上/下浮比例	+5%	+8%
目标价格基础	16年市净率	16年市净率
板块评级	中立	中立

工商银行

拨备覆盖率降至140%以下

工商银行16年1-9月归属净利润同比增长0.46%至2,228亿人民币。16年3季度净利润同比和环比分别下降0.23%和3.8%。3季度新不良贷款形成率持平,拖累该行拨备覆盖率下降7个百分点至136.1%。鉴于未来拨备压力增大,我们将目标价格略微下调,但维持持有评级(H&A)。

支撑评级的要点

- 16年3季度末工商银行不良贷款率环比上升7个基点至1.62%。拨备覆盖率环比下降7%至136.1%,连续3个季度低于监管要求。根据业绩发布会管理层披露,16年3季度该行新不良贷款形成率为0.52%,与2季度持平,但比1季度低13个基点。逾期贷款率环比下降2个基点至2.98%。逾期贷款和不良贷款间的剪刀差距略微缩小。管理层认为该行资产质量将继续面临挑战。
- 管理层预测2016年国内贷款增量为8,500亿人民币,同比增长8%,代表四季度国内贷款增量约为1,000亿人民币。16年1-9月该行新贷款的92.4%来自于基建项目贷款、中小企业贷款和个人按揭贷款,不良贷款率分别为0.51%、2.42%和0.45%。
- 该行公告的16年3季度净息差为2.18%。剔除增值税影响,净息差应持平在2.28%。考虑到该行有85%的贷款已完成重定价以及存款成本下降的潜在空间,净息差的下行空间应有限。
- 16年3季度该行手续费收入环比和同比分别下降16.2%和6.0%。假如剔除增值税影响,手续费同比应基本持平。我们认为这主要是因为理财产品的息差缩窄以及进一步豁免中小企业相关业务费用。

评级面临的主要风险

- 中国经济增长大幅放缓;房地产价格回落。

估值

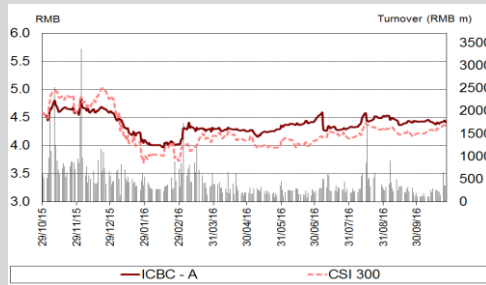
- 工商银行H股和A股当前股价分别相当于0.77倍和0.84倍2016年预期市净率。16年3季度利润负增长(是该季度唯一一家银行)以及拨备覆盖率与监管要求的差距扩大将制约当前估值水平上的上升空间。我们相应下调了目标价,但重申持有评级(H&A)。

投资摘要—A股

年结日:12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	634,858	668,733	680,915	717,050	748,081
变动(%)	9.7	5.3	1.8	5.3	4.3
净利润(人民币 百万)	275,811	273,162	265,330	245,880	215,380
全面摊薄每股收益(人民币)	0.78	0.77	0.74	0.69	0.60
变动(%)	4.5	(1.6)	(3.7)	(7.3)	(12.4)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.762	0.773	0.800
全面摊薄市盈率(倍)	5.7	5.7	6.0	6.4	7.3
每股现金流量(人民币)	4.23	4.80	5.31	5.81	6.24
价格/每股现金流量(倍)	1.05	0.93	0.84	0.76	0.71
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.9	17.0	14.7	12.4	10.0
股息(人民币)	(0.26)	(0.23)	(0.22)	(0.20)	(0.17)
股息率(%)	(5.9)	(5.2)	(4.9)	(4.4)	(3.7)

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	(3.1)	0.0	3.3	(3.1)
相对新华富时A50指数	7.4	(3.0)	(1.0)	2.4

发行股数(百万)	356,406
流通股(%)	5
流通股市值(人民币 百万)	1,582,443
3个月日均交易额(人民币 百万)	338
主要股东(%)	
汇金	35

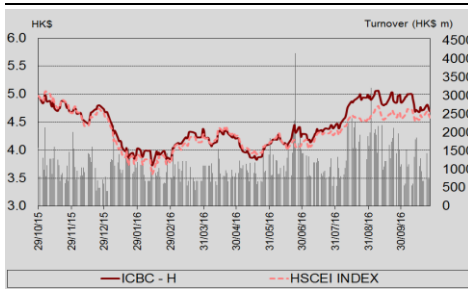
资料来源:公司数据,彭博及中银国际研究
以2016年10月28日收市价为标准

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

袁琳, CFA
(8610) 83262111
lin.yuan@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300515090001

本研究报告是《ICBC - Provision coverage ratio fell below 140%》的中文译本,英文原稿已于2016年10月31日出版

股价表现—H股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(1.1)	(7.2)	5.5	(6.8)
相对恒生中国企业指数	0.4	(4.4)	(0.7)	2.0
发行股数(百万)				356,406
流通股(%)				24
流通股市值(人民币百万)				1,461,562
3个月日均交易额(人民币百万)				1,462
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2016年10月28日收市价为标准

投资摘要—H股

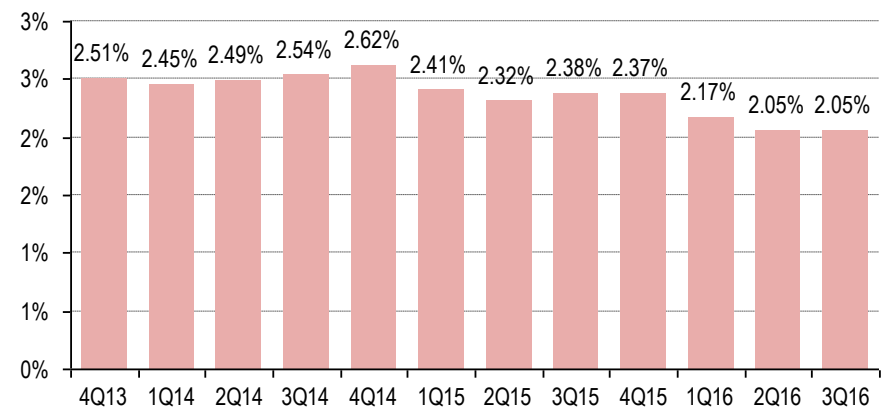
年结日:12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币百万)	634,858	668,733	680,915	717,050	748,081
变动(%)	9.7	5.3	1.8	5.3	4.3
净利润(人民币百万)	275,811	273,162	265,330	245,880	215,380
全面摊薄每股收益(人民币)	0.78	0.77	0.74	0.69	0.60
变动(%)	4.5	(1.6)	(3.7)	(7.3)	(12.4)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.764	0.773	0.814
全面摊薄市盈率(倍)	5.2	5.3	5.5	5.9	6.8
每股账面价值(人民币)	4.23	4.80	5.31	5.81	6.24
价格/每股账面价值(倍)	0.97	0.85	0.77	0.71	0.66
净资产收益率(%)	19.9	17.0	14.7	12.4	10.0
每股股息(人民币)	0.26	0.23	0.22	0.20	0.17
股息率(%)	6.3	5.6	5.3	4.8	4.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 16年3季度业绩摘要

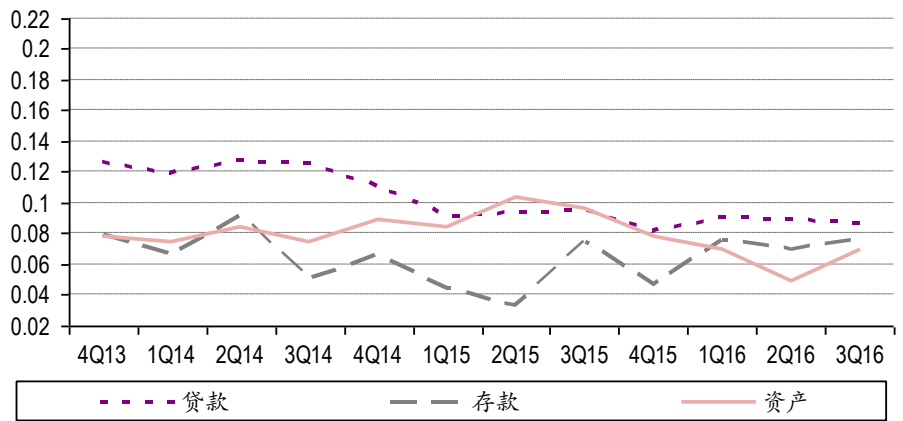
(人民币, 百万)	3Q16	3Q15	同比 (%)	环比 (%)
净利息收入	117,078	127,858	(8.4)	1.4
其他收入	32,033	34,063	(6.0)	(16.2)
其他非息收入	5,923	5,175	14.5	(5.8)
总经营收入	155,034	167,096	(7.2)	(3.1)
营业税	(1,131)	(10,599)	(89.3)	(65.6)
总经营收入(调整后)*	153,903	156,497	(1.7)	(1.8)
费用	(40,474)	(41,413)	(2.3)	2.7
拨备前	113,429	115,084	(1.4)	(3.3)
拨备	(19,473)	(19,618)	(0.7)	(6.2)
拨备后利润	93,956	95,466	(1.6)	(2.7)
营业外收入	835	377	121.5	36.2
税前利润	94,791	95,843	(1.1)	(2.4)
所得税	(21,979)	(22,978)	(4.3)	2.7
净利润	72,812	72,865	(0.1)	(3.9)
少数股东权益	(237)	(125)	89.6	(20.7)
归属股东利润	72,575	72,740	(0.2)	(3.8)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 净息差变动


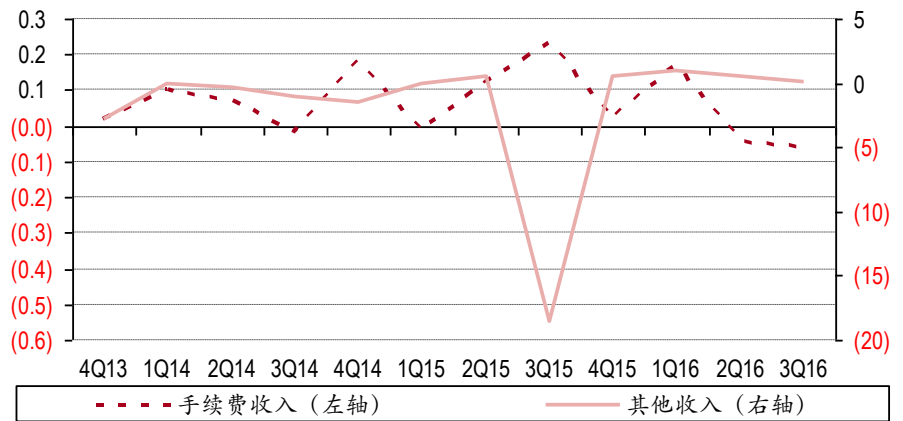
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 存款、贷款和资产同比增长



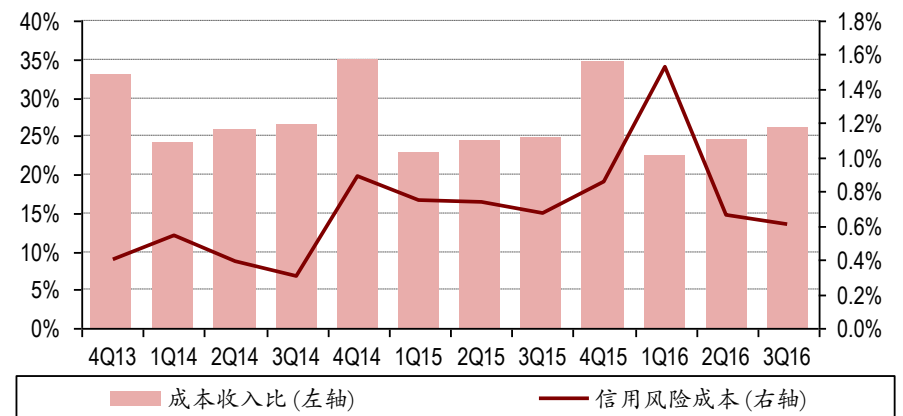
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 手续费收入和其他收入同比增长



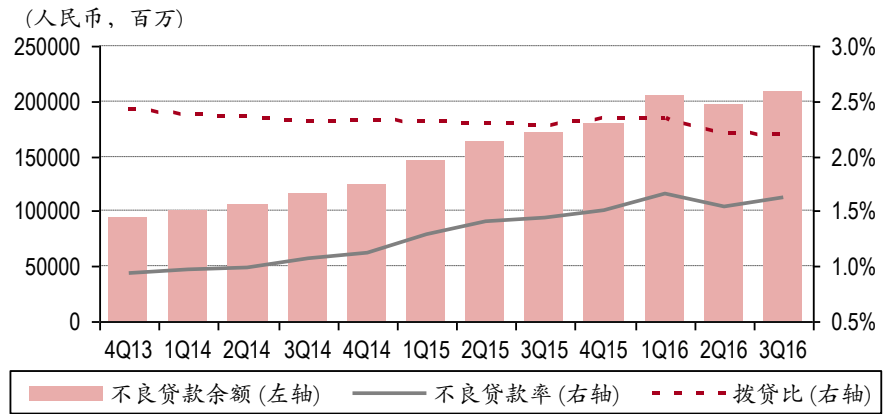
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 成本收入比及信贷成本



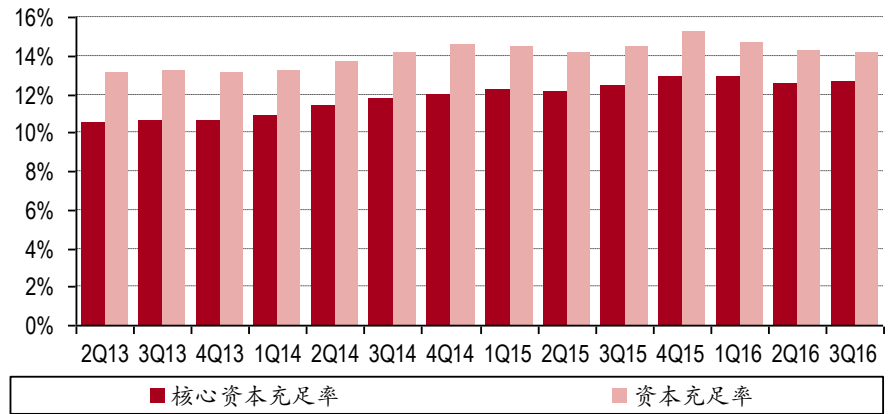
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6. 不良贷款余额、不良贷款率及贷款拨备



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 7. 资本充足率



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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利息收入	493,522	507,867	504,915	528,382	545,642
净手续费及佣金	132,497	143,391	160,951	174,399	188,204
其他非息收入	8,839	17,475	15,049	14,270	14,235
经营收入	634,858	668,733	680,915	717,050	748,081
经营费用	(218,674)	(220,835)	(229,392)	(234,821)	(238,981)
拨备前经营利润	416,184	447,898	451,522	482,229	509,101
贷款损失拨备	(56,729)	(86,993)	(97,823)	(155,026)	(223,092)
经营利润	359,455	360,905	353,700	327,203	286,009
非经常性项目	0	0	1	1	1
税前利润	361,612	363,235	355,901	329,404	288,210
所得税	(85,326)	(85,515)	(84,970)	(77,764)	(66,893)
税后利润	276,286	277,720	270,930	251,640	221,317
少数股东权益	(475)	(589)	(1,600)	(1,760)	(1,936)
净利润	275,811	277,131	269,330	249,880	219,380
优先股股息	0	(3,969)	(4,000)	(4,000)	(4,000)
普通股股东应占利润	275,811	273,162	265,330	245,880	215,380
变动(%)	5	(1)	(3)	(7)	(12)

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
资产					
现金	3,523,622	3,059,633	3,496,658	3,549,168	3,592,986
央行存款和同业资产	1,251,238	1,680,126	1,325,581	1,425,893	1,526,541
衍生金融工具	336,503	289,304	318,234	350,058	385,064
贷款	11,026,331	11,933,466	12,987,404	13,983,200	15,057,918
减: 拨备	(257,581)	(280,654)	(341,295)	(450,687)	(619,837)
长期投资	4,120,782	4,799,529	5,457,798	6,152,376	6,939,841
固定资产	28,919	24,185	25,290	26,395	27,500
折旧	196,238	221,502	243,715	264,219	284,419
其他资产	383,901	482,689	482,690	482,852	483,545
总资产	20,609,953	22,209,780	23,996,075	25,783,473	27,677,977
负债及权益					
客户存款	15,556,601	16,281,939	17,481,410	18,695,953	19,999,185
同业负债	1,920,827	2,603,261	2,848,434	3,110,747	3,399,658
其他借款	455,838	489,974	538,971	592,869	652,155
总付息债务	17,933,266	19,375,174	20,868,816	22,399,568	24,050,999
其他负债	1,139,383	1,034,087	1,141,958	1,221,810	1,307,768
总负债	19,072,649	20,409,261	22,010,774	23,621,378	25,358,767
普通股股本	353,495	356,407	356,407	356,407	356,407
资本公积	492,700	571,704	650,865	726,163	795,396
留存收益	650,236	781,988	886,184	986,799	1,073,714
总股东权益	1,496,431	1,710,099	1,893,456	2,069,369	2,225,517
优先股	34,428	79,375	80,000	80,000	80,000
少数股东权益	6,445	11,045	11,845	12,725	13,694
总权益	1,537,304	1,800,519	1,985,301	2,162,095	2,319,211
总负债及权益	20,609,953	22,209,780	23,996,075	25,783,473	27,677,977

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	361,612	363,235	355,901	329,404	288,210
非资金项目和非核心活动	(17,711)	7,620	16,481	74,692	144,211
其他变化	2,510	(284)	14,643	16,325	18,177
交易活动产生的现金	(136,464)	780,156	(72,393)	454,794	501,896
流动资金的变动	209,947	1,150,727	314,631	875,216	952,494
经营活动产生的现金流	(146,741)	(666,961)	(710,700)	(747,008)	(839,896)
投资活动现金流入小计	(26,344)	(36,732)	(50,027)	(39,375)	(25,191)
融资活动产生的净现金	36,862	447,034	(446,096)	88,833	87,407

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
生息资产收益率	4.5	4.2	3.8	3.6	3.5
资金成本	2.1	2.0	1.7	1.6	1.6
利差	2.4	2.3	2.1	2.0	1.9
净息差	2.6	2.5	2.3	2.2	2.1
其他收入/总收入	22.3	24.1	25.8	26.3	27.1
成本收入比	34.4	33.0	33.7	32.7	31.9
有效税率	23.6	23.5	23.9	23.6	23.2
增长率					
贷款增长率	11.1	8.2	8.8	7.7	7.7
存款增长率	6.4	4.7	7.4	6.9	7.0
资产增长率	8.9	7.8	8.0	7.4	7.3
表内外资产增长率	30.3	30.0	26.8	23.5	20.1
流动性					
贷存比	68.4	70.7	71.6	72.0	72.5
贷款资金比	68.9	71.2	72.1	72.5	72.9
贷款资产比	53.5	53.7	54.1	54.2	54.4
存款占付息债务比	69.0	66.2	66.4	66.6	66.8
资产质量					
不良贷款率	1.1	1.5	2.3	3.5	5.1
总拨备覆盖率	206.9	156.3	115.8	92.0	80.6
拨贷比	2.3	2.4	2.6	3.2	4.1
专项拨备覆盖率	0.7	1.1	1.3	1.8	2.3
信用风险成本	0.5	0.7	0.8	1.1	1.5
资本充足率					
权益资产比率	7.3	7.7	7.9	8.1	8.1
核心一级资本充足率	11.9	12.9	11.9	11.9	11.8
一级资本充足率	12.2	13.5	12.4	12.4	12.2
总资本充足率	14.5	15.2	14.0	13.8	13.6
回报率					
资产收益率	1.4	1.3	1.2	1.0	0.8
净资产收益率	19.9	17.0	14.7	12.4	10.0
已运用资本收益率	16.3	14.5	12.9	11.1	9.2
风险加权资产收益率	2.3	2.1	1.8	1.5	1.2

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，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8层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371