

工商银行 (601398.SH) 银行业

评级：增持 首次评级

公司研究

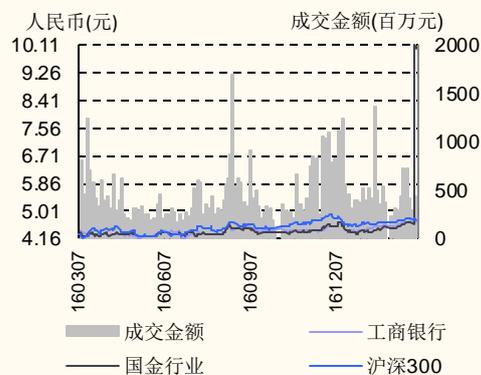
市场价格 (人民币): 4.65 元

大零售战略成绩斐然；等待确认资产质量改善

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	269,612.21
流通港股 (百万股)	86,794.04
总市值 (百万元)	1,657,289.10
年内股价最高最低 (元)	4.71/4.16
沪深 300 指数	3427.86
上证指数	3218.31



公司基本情况 (人民币)

(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	658892	697647	686726	729820	807016
(+/-)	11.7%	5.9%	-1.6%	6.3%	10.6%
净利润	275,811	277,131	278,413	281,274	286,549
(+/-)	5.0%	0.5%	0.5%	1.0%	1.9%
每股收益 (元)	0.78	0.78	0.78	0.79	0.80
每股净资产 (元)	4.23	4.80	5.33	5.87	6.42
P/E	5.9	6.0	6.0	5.9	5.8
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **“大零售”战略成绩斐然，客户数、利润贡献持续提升：**近几年，工行持续推进大零售战略，在零售金融领域精耕细作，零售业务成绩斐然，零售客户金融资产总量、个人贷款余额、零售业务利润贡献等主要指标在对标行中持续保持高位。截至 2016 年 6 月末，工行管理个人金融资产总额 12.09 万亿元，环比年初增长 4.1%；3 季度末个人贷款余额 4.03 万亿元，环比年初增长 14%，占总贷款的 31%。工行个人业务营收和利润贡献分别由 2012 年的 29% 和 26% 提升到 2016 年上半年的 41% 和 46%，在四大行中处于高位。工行的国内渠道+客户优势明显，同时工行有大量的中高端客户，助推信用卡事业快速发展，工行信用卡发卡量、交易额、贷款余额均保持同业领先。
- **互联网金融业务走在前列：**2014 年工行连续发布了 e-ICBC 互联网品牌和升级发展战略，e-ICBC 互联网品牌主要包括“三大平台+三大产品线”，其中，三大平台包括“融 e 购”电商平台、“融 e 联”即时通讯平台和“融 e 行”直销银行平台；依托平台主打的“三大产品线”涉及支付、融资、投资三大功能，互联网金融走在同业前列。
- **三季度不良率反弹、拨备指标低于监管水平：**2016 年三季度末公司不良率环比上季度提高 7bps 至 1.62%；此外，工行关注类贷款占比持续提升，90 天以上逾期贷款与不良贷款的比例也处于上升通道，整体来看，公司三季度的资产质量仍有明显下行。截至 2016 年 9 月末，工行拨备覆盖率为 136%，拨贷比 2.21%，两者均低于监管指标，未来拨备计提压力较大。

盈利预测和估值

- 我们预计 2016-2017 年公司实现归母将利润同比分别增长 0.5%、1%。目前股价对应 2017 年 PB 为 0.8 倍，处于公司历史估值的低位。近几年，工行持续推进大零售战略，在零售金融领域精耕细作，零售业务成绩斐然，客户金融资产总量、个人贷款余额、零售业务利润贡献等主要指标在对标行中持续保持高位。另外，工行积极布局互联网金融，“三大平台+三大产品线”齐发力，互联网金融走在同业前列。我们认为四季度开始公司的资产质量或将受益于整体企业盈利的逐渐恢复有所好转，但考虑公司拨备覆盖率和拨贷比均低于监管指标，未来拨备计提压力较大。我们暂给予公司增持的投资评级。

风险提示

- 经济持续下行，信用风险持续爆发；市场系统性风险；公司经营风险等。

刘志平 分析师 SAC 执业编号：S1130516080004
(8621)61038229
liuzhiping@gjzq.com.cn

内容目录

“大零售”战略成绩斐然；客户数、利润贡献持续提升.....	3
工行的互联网金融走在行业前列	5
三季度不良率反弹、拨备指标低于监管水平.....	6
盈利预测和投资建议.....	7
风险提示	7

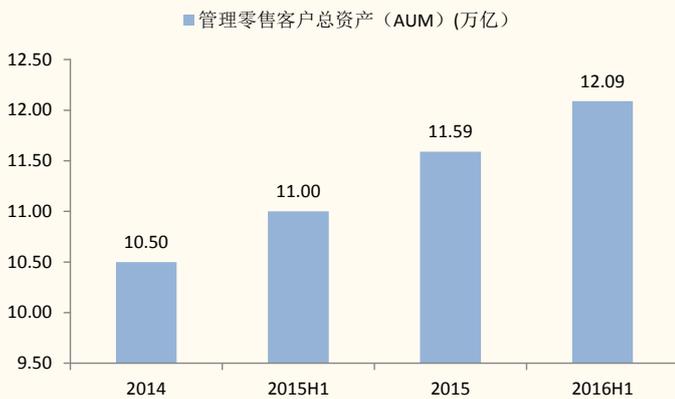
图表目录

图表 1： 工行管理零售客户总资产稳步增长.....	3
图表 2： 工行个人客户稳步增长.....	3
图表 3： 工行的个人客户数量最多（2015 年）	3
图表 4： 工行的个人业务分部的资产规模明显.....	3
图表 5： 工行个人贷款占比持续攀升.....	4
图表 6： 工行个人存款占比有所下降.....	4
图表 7： 工行零售业务营收和净利润贡献不断上升.....	4
图表 8： 工行零售业务营收和净利润贡献在对标行中处于高位（2016H）	4
图表 9： 工行信用卡发卡量持续快增.....	4
图表 10： 工行信用卡发卡量远高于对比行（2016H）	4
图表 11： 工行信用卡交易额快增	5
图表 12： 工行信用卡交易额领先同业.....	5
图表 13： 工行信用卡贷款余额持续增长.....	5
图表 14： 工行信用卡贷款余额领先同业.....	5
图表 15： 工行 e-ICBC 互联网金融品牌	6
图表 16： 工行 3 季度不良率反弹.....	6
图表 17： 工行关注类贷款占比持续提升.....	6
图表 18： 逾期 90 天以上贷款与不良贷款的比例处于上行通道.....	7
图表 19： 3 季度工行不良贷款生成率反弹.....	7
图表 20： 2016 年工行拨备计提力度减轻.....	7
图表 21： 公司拨备覆盖率和拨贷比低于监管要求.....	7

“大零售”战略成绩斐然；客户数、利润贡献持续提升

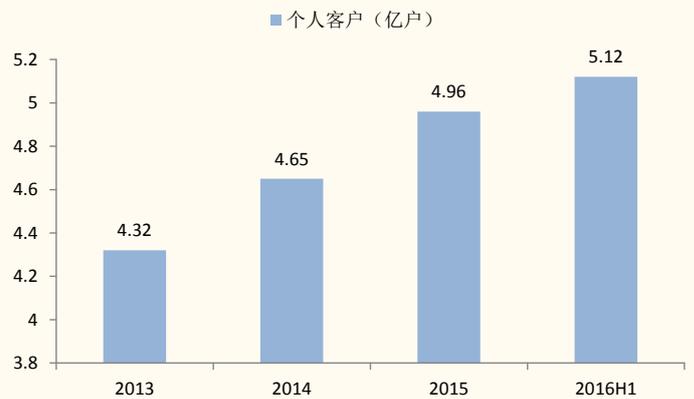
- **公司持续推进大零售战略，个人业务利润贡献不断提高。**近几年，工商银行持续推进大零售战略，在零售金融领域精耕细作，零售业务成绩斐然，零售客户金融资产总量、个人贷款余额、零售业务利润贡献等主要指标在对标行中持续保持高位。截至 2016 年 6 月末，工行管理个人金融资产总额 12.09 万亿，环比年初增长 4.1%，个人客户 5.12 亿户，环比年初增长 3%。个人贷款业务方面，工行以个人住房贷款为核心，持续加大个人贷款投放，截至 2016 年 9 月末，个人贷款余额 4.03 万亿元，环比年初增长 14%，占总贷款的 31%。个人存款业务方面，工行大力推广个人大额存单、“节节高”“薪金溢”“存管通”等个人存款创新产品，截至 2016 年末，个人存款余额 7.89 万亿，环比年初增长 3.8%。工行个人业务营收和利润贡献分别由 2012 年的 29%和 26%提升到 2016 年上半年的 41%和 46%，在四大行中处于高位（仅个人业务净利润占比低于同期的建行）。
- **工行的信用卡业务总体领先于同业。**工行的国内渠道+客户优势明显，同时工行有大量的中高端客户，推动信用卡事业快速发展。工行信用卡发卡量、交易额、贷款余额均保持同业领先。截至 2016 年 6 月末，工行信用卡发卡量 11779 万张，环比年初增长 8.2%，上半年交易额 1.40 万亿元，同比增长 32.4%，信用卡投资余额 4328 亿元，环比年初增长 3.2%。

图表 1： 工行管理零售客户总资产稳步增长



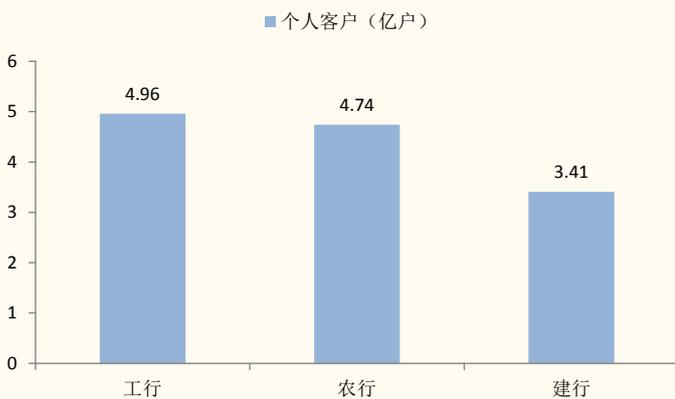
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2： 工行个人客户稳步增长



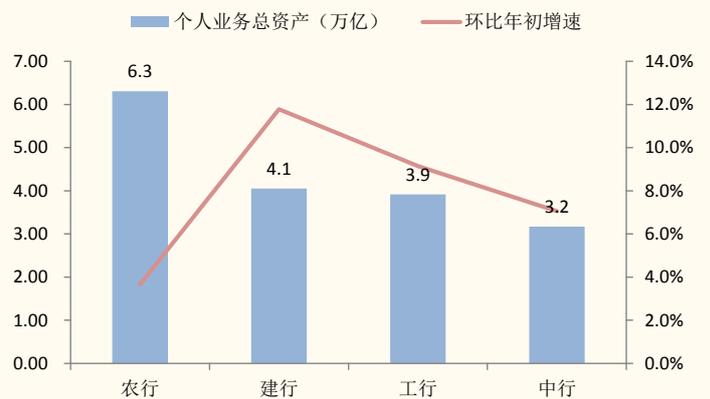
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 3： 工行的个人客户数量最多 (2015 年)



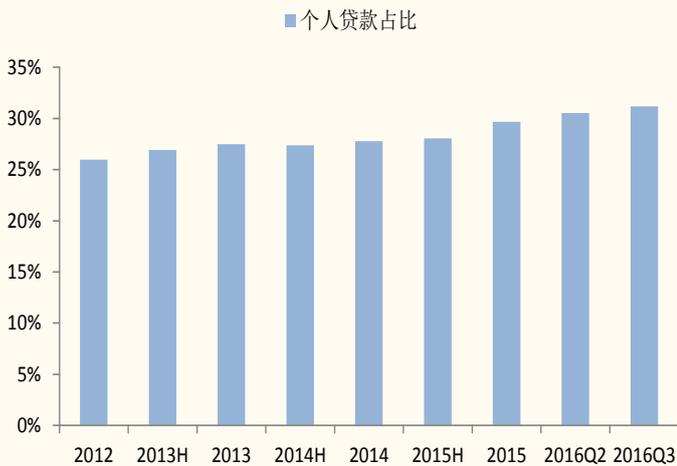
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4： 工行的个人业务分部的资产规模明显



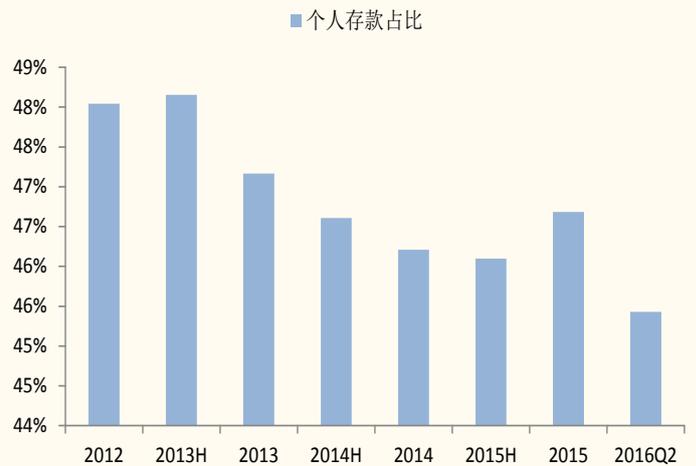
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 5: 工行个人贷款占比持续攀升



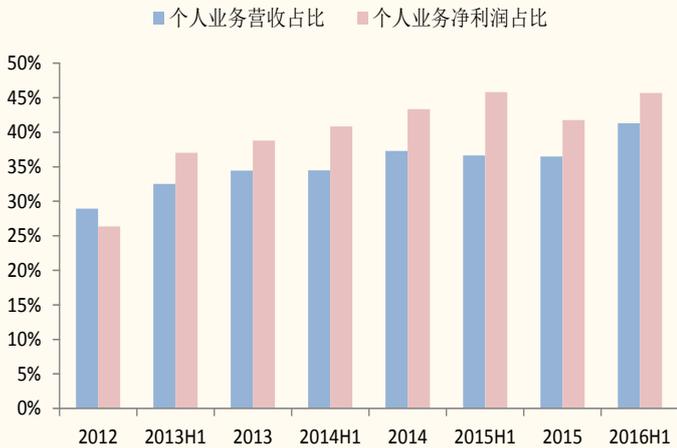
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 6: 工行个人存款占比有所下降



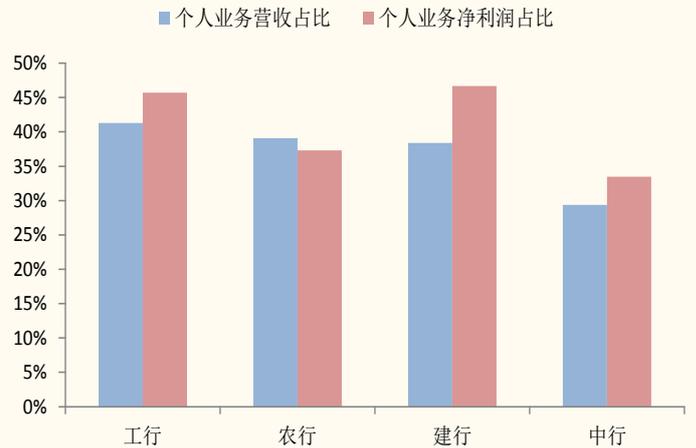
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 7: 工行零售业务营收和净利润贡献不断上升



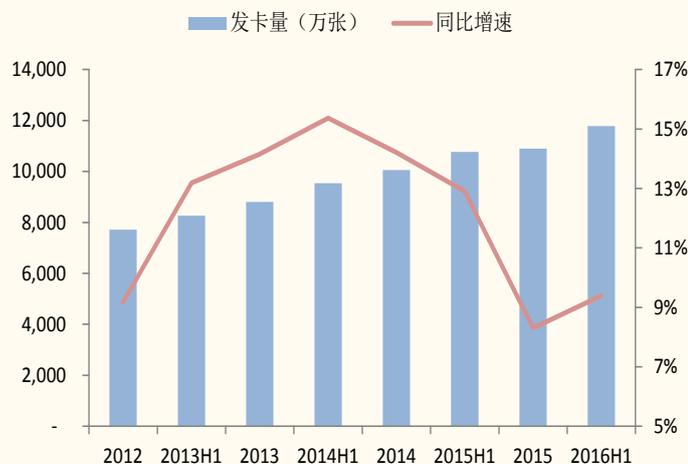
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 8: 工行零售业务营收和净利润贡献在对标行中处于高位 (2016H)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 9: 工行信用卡发卡量持续快增



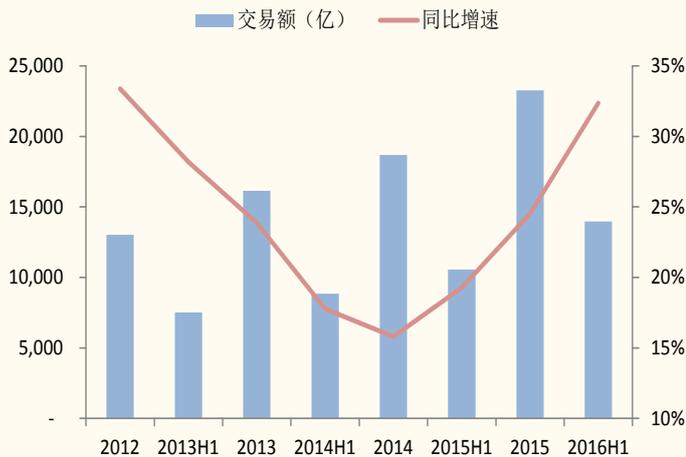
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 10: 工行信用卡发卡量远高于对比行 (2016H)



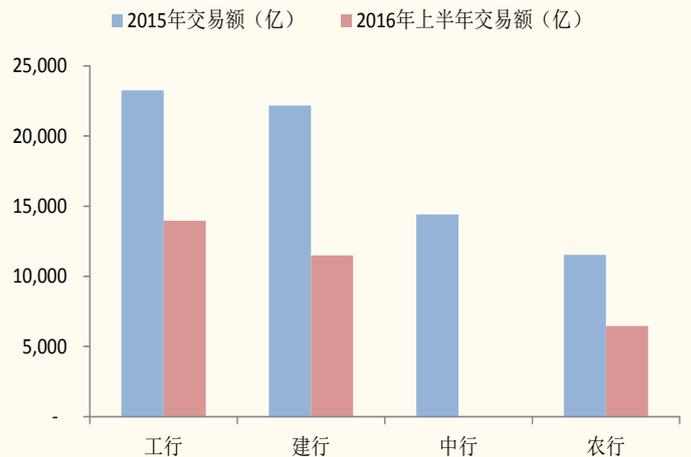
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 11: 工行信用卡交易额快增



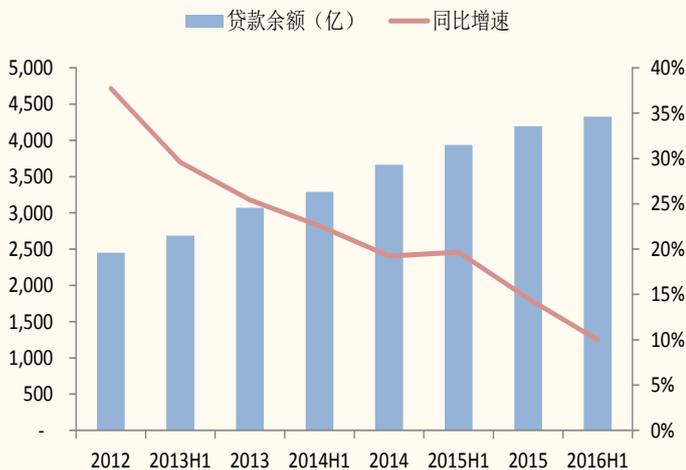
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 12: 工行信用卡交易额领先同业



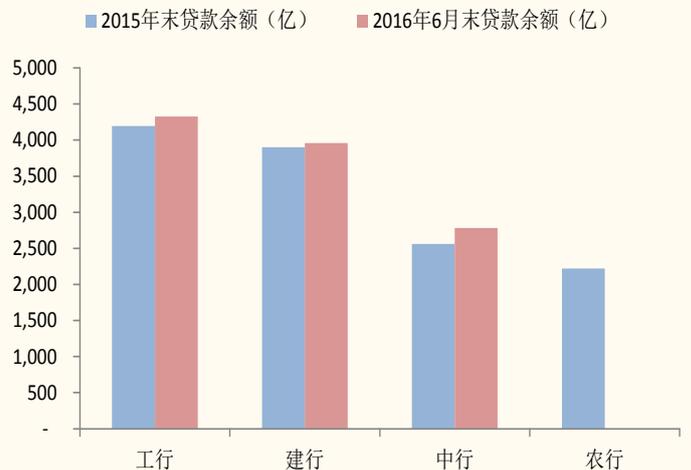
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 13: 工行信用卡贷款余额持续增长



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 14: 工行信用卡贷款余额领先同业

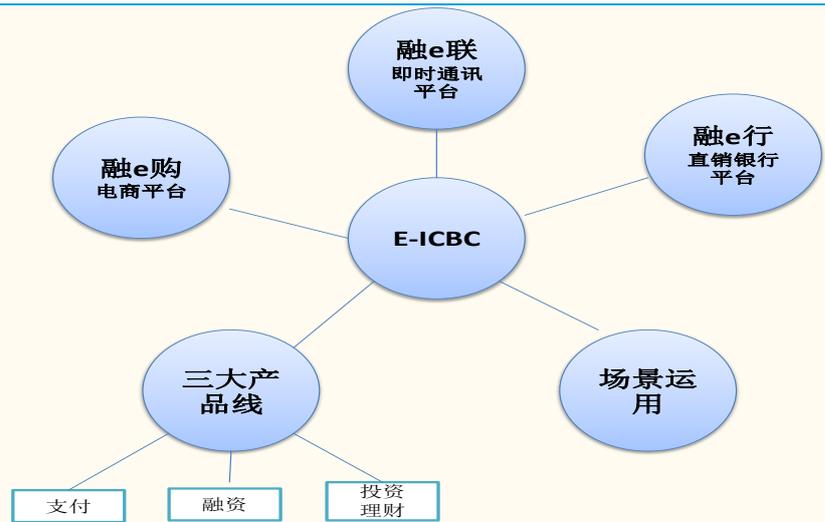


来源: 公司公告、国金证券研究所

工行的互联网金融走在行业前列

- **互联网金融业务保持快速发展。**2014 年工行连续发布了 e-ICBC 互联网品牌和升级发展战略, e-ICBC 互联网品牌主要包括“三大平台+三大产品线”。其中, 三大平台包括“融 e 购”电商平台、“融 e 联”即时通讯平台和“融 e 行”直销银行平台; 依托平台主打的“三大产品线”涉及支付、融资、投资三大功能。2016 年上半年“融 e 购”平台累计实现交易额达 6814 亿元, 截至 2016 年 6 月末, “融 e 联”注册客户近 3000 万户, “融 e 行”移动端客户达到 2.15 亿户; 上半年工银 e 支付交易金额突破 2000 亿元, 投资理财产品交易金额超过 3000 亿元, 6 月末网络融资余额超过 6000 亿元, 互联网金融规模爆发式增长。

图表 15：工行 e-ICBC 互联网金融品牌

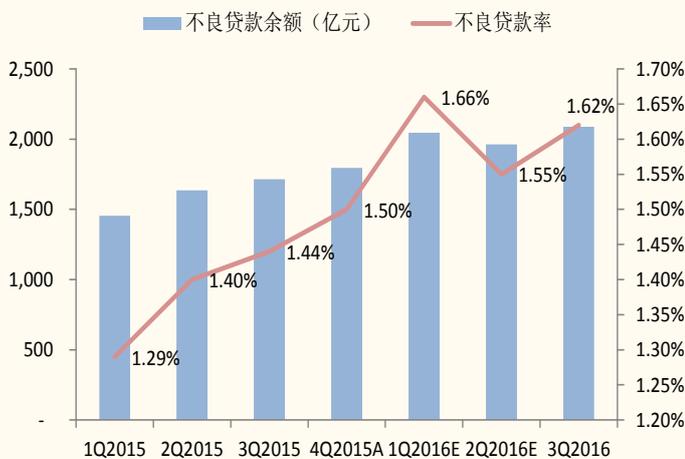


来源：公司公告、国金证券研究所

三季度不良率反弹、拨备指标低于监管水平

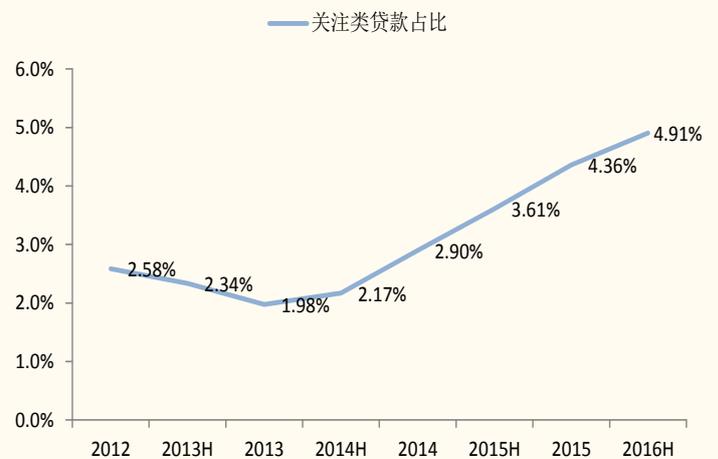
- **2016 年三季度末公司不良率反弹，资产质量压力较大：**2016 年 2 季度工行不良实现双降，但 3 季度没有延续下行趋势，不良率环比上季度末上行 7bps 至 1.62%。此外，三季度工行关注类贷款占比持续提升，90 天以上逾期贷款与不良贷款的比例也处于上升通道，整体来看，公司三季度的资产质量仍有明显下行。
- **公司拨备覆盖率和拨贷比低于监管要求，未来拨备计提压力较大。**16 年公司拨备计提力度有所减轻，拨备覆盖率和拨贷比持续下行，截至 2016 年 9 月末，工行拨备覆盖率为 136%，拨贷比 2.21%，两者均低于监管指标，未来拨备计提压力较大。

图表 16：工行 3 季度不良率反弹



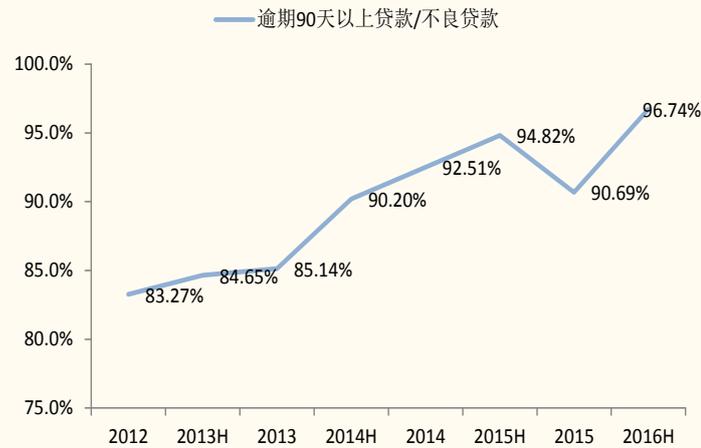
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 17：工行关注类贷款占比持续提升



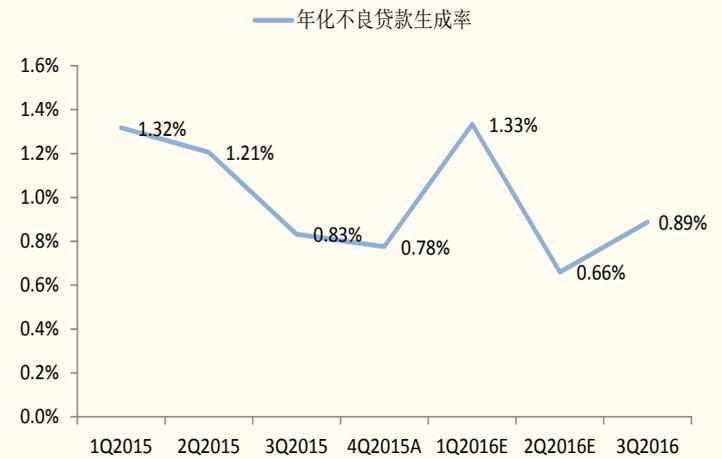
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 18: 逾期 90 天以上贷款与不良贷款的比例处于上行通道



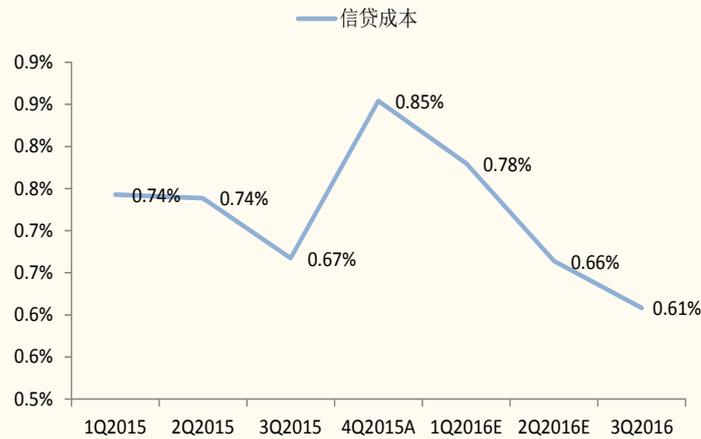
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 19: 3 季度工行不良贷款生成率反弹



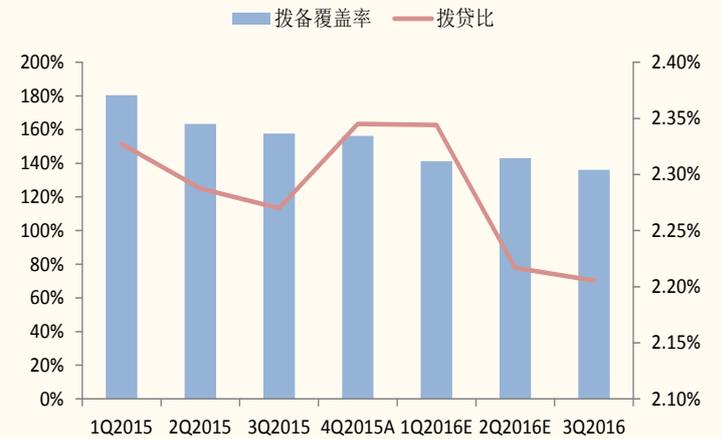
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 20: 2016 年工行拨备计提力度减轻



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 21: 公司拨备覆盖率和拨贷比低于监管要求



来源: 公司公告、国金证券研究所

盈利预测和投资建议

- 我们预计 2016-2017 年公司实现归母净利润同比分别增长 0.5%、1%。目前股价对应 2017 年 PB 为 0.8 倍，处于公司历史估值的低位。近几年，工行持续推进大零售战略，在零售金融领域精耕细作，零售业务成绩斐然，客户金融资产总量、个人贷款余额、零售业务利润贡献等主要指标在对标行中持续保持高位。另外，工行积极布局互联网金融，“三大平台+三大产品线”齐发力，互联网金融走在同业前列。我们认为四季度开始公司的资产质量或将受益于整体企业盈利的逐渐恢复有所好转，但考虑公司拨备覆盖率和拨贷比均低于监管指标，未来拨备计提压力较大。我们暂给予公司增持的投资评级。

风险提示

- 经济持续下行，信用风险持续爆发；市场系统性风险；公司经营风险等。

附录：三张报表预测摘要

利润表						指标和估值					
百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	百万元；元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
平均生息资产	19,351,191	20,923,297	22,443,172	24,102,038	26,127,035	ROAA (%)	1.40	1.29	1.21	1.14	1.07
净息差	2.66	2.47	2.20	2.16	2.21	ROAE (%)	19.67	16.69	14.77	13.55	12.62
利息收入	849,879	871,779	813,915	882,888	1,007,808	每股净资产	4.33	5.02	5.56	6.10	6.65
利息支出	356,357	363,912	334,674	377,468	446,554	EPS	0.78	0.78	0.78	0.79	0.80
净利息收入	493,522	507,867	479,241	505,420	561,254	股利	91026	83150	83534	84393	85976
非息收入						DPS	0.26	0.23	0.23	0.24	0.24
手续费和佣金收入	132,497	143,391	161,096	178,011	199,372	股息支付率	33	30	30	30	30
交易性收入	9,273	15,099	15,099	15,099	15,099	发行股份	353495	356407	356407	356407	356407
其他收入	23,600	31,290	31,290	31,290	31,290						
非息总收入	165,370	189,780	207,485	224,400	245,761						
非息费用						业绩数据					
业务管理费	176,261	177,823	177,057	183,719	197,186	增长率 (%)					
其他费用	24,939	30,976	29,427	33,841	40,610	净利息收入	11.3	2.9	(5.6)	5.5	11.0
营业税金及附加	41,351	42,320	39,655	43,137	49,495	非利息收入	13.0	14.8	9.3	8.2	9.5
非息总费用	242,551	251,119	246,140	260,698	287,290	非利息费用	13.2	3.5	(2.0)	5.9	10.2
税前利润	361,612	363,235	362,595	364,611	369,808	净利润	5.0	0.5	0.5	1.0	1.9
所得税	85,326	85,515	84,182	83,338	83,259	平均生息资产	8.4	8.1	7.3	7.4	8.4
净利润	275,811	277,131	278,413	281,274	286,549	总付息负债	8.0	8.1	7.2	7.9	9.2
						风险加权资产	15.3	11.0	5.7	7.0	11.0
资产负债表数据						营业收入分解 (%)					
总资产	20,609,953	22,209,780	23,775,680	25,594,027	27,831,379	净利息收入占比	74.9	72.8	69.8	69.3	69.5
贷款总额	11,026,331	11,933,466	12,937,527	14,106,389	15,452,841	佣金手续费收入占比	20.1	20.6	23.5	24.4	24.7
客户存款	15,556,601	16,281,939	17,177,446	18,293,980	19,666,028						
其他付息负债	2,200,417	2,909,883	3,389,754	3,899,042	4,568,128	营业效率 (%)					
股东权益	1,530,859	1,789,474	1,979,996	2,172,521	2,368,739	成本收入比	26.8	25.5	25.8	25.2	24.4
						总资产营业费用率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
资产质量											
不良贷款	124,497	179,518	217,628	248,412	267,119	流动性 (%)					
不良率	1.13	1.50	1.68	1.76	1.73	贷款占生息资产比	54.1	54.9	55.4	56.1	56.6
贷款损失拨备	257,581	280,654	282,917	332,873	422,048	期末存贷比	70.9	73.3	75.3	77.1	78.6
拨备覆盖率	207	156	130	134	158						
拨贷比	2.34	2.35	2.19	2.36	2.73	资本 (%)					
信用成本	56,267	86,022	81,692	108,211	153,617	核心一级资本充足率	11.9	12.9	13.1	13.4	13.6
信用成本 (%)	0.54	0.75	0.66	0.80	1.04	资本充足率	14.5	15.2	14.7	14.7	15.1

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	3
增持	1	1	2	2	9
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD