

**评级: 增持 (维持)**

市场价格: 4.81

目标价格: 5.05-5.29

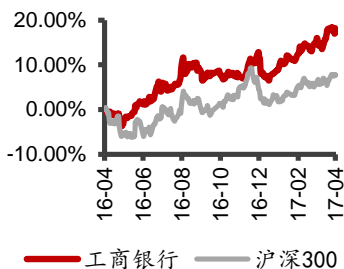
分析师: 戴志锋

执业证书编号: S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	356406
流通股本(百万股)	269612
市价(元)	4.81
市值(百万元)	1,681,733
流通市值(百万元)	1,296,835

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 银行 3 季报综述: 基本面趋稳, 关注估值切换行情 (2016.11.08)

2 工商银行三季报点评: 负重前行 (2016.11.01)

3 上市银行 2016 中报深度分析 (三): 非息收入受惠于金融业持续“膨胀” (2016.09.14)

4 上市银行 2016 中报深度分析 (二): 净息差缓下是趋势, 个贷是主力 (2016.09.14)

5 上市银行 2016 中报深度分析 (一): 预计利润增速平稳

**公司盈利预测及估值**

指标	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	633,953	666,671	640,684	661,420	692,914
增长率 yoy%	9.7%	5.2%	-3.9%	3.2%	4.8%
净利润	275,811	277,131	278,249	280,679	285,529
增长率 yoy%	5.0%	0.5%	0.4%	0.9%	1.7%
每股收益 (元)	0.78	0.78	0.78	0.79	0.82
净资产收益率	19.62%	16.64%	14.76%	13.21%	11.79%
P/E	6.16	6.19	6.16	6.11	6.00
PEG	1.23	12.38	15.4	6.79	3.53
P/B	1.14	1.00	0.91	0.78	0.69

备注:

**投资要点**

■ **年报亮点:** 1、4 季度净收入增长较快 (环比+3%); 2、4 季度资产质量趋稳; 3、各项业务发展均衡、稳健。**年报不足:** 拨备覆盖率仍低于 150%。

■ **年报概述。** 工商银行 1Q16、1H16、1-3Q16、2016 全年营收同比增速分别为 1.9%、-2.3%、-3.8%、-3.9%; 拨备前利润同增 3.3%、1.2%、0.5%、0.2%; 净利润增速 0.6%、0.8%、0.5%、0.4%。

■ **4 季度息差环比正增长。** 4 季度净利息收入环比增长 2.9%, 贷款环增 1.1%, 生息资产环增 2.1%, 可推知 4 季度日均净息差环比上升推动净利息增长。4 季度测算净息差环比上升 3bp, 生息资产收益率环比上升 5bp, 计息负债付息率环比上升 1bp。4 季度资产负债增速变化: 同业资产和同业负债环比增长较快。同业资产环增 21.5% (买入返售资产环增 36%); 同业负债环增 12% (向央行借款环增 206%、卖出回购环增 32%)。4 季度资产负债结构变化: 资产端贷款、债券投资占比均下降, 分别下降 0.5%、0.4%。

2016 年全年日均余额净息差降幅与可比同业比降幅较小, 较 2015 年下降 31 bp, 生息资产收益率、计息负债付息率分别较去年下降 62bp、34bp, 净利差下降 28bp。

■ **信贷结构投向优化、负债端活期存款占比提升。** 生息资产同增 8.1%, 贷款同增 9.4%, 债券投资同增 9.4%; **资产负债增速:** 对公贷款同增 5.6%、个贷同增 18.5% (住房按揭同增 29%); 交易性金融资产同增 38%、可供出售金融资产同增 21%。负债端活期存款同增 13.9%, 零售贷款带来增量较多; 定期存款同比增长 5.6%; 发债同增 17.6%。资产负债结构变化: 减少了受经济周期影响较大的行业制造业、建筑业、批零贷款投放, 同比下降 3.3%、6.3%、10.4%; 交运、公共设施、电力燃气等行业贷款投放保持稳健增长, 同增 5.8%、13.5%、6.7%。活期存款较年初占比提升 1.9%。

■ **手续费增速放缓, 结构均衡。** 1Q16、1H16、1-3Q16、2016 全年净手续费收入同比增长 16.9%、6.0%、2.3%、1.1%。4 季度净手续费收入环增-2.5%。手续费多点开花, 结算清算、银行卡手续费、个人理财及私人银行、对公理财、投资银行分别占比 16%、23%、23%、12%、15%, 2016 年分别同比增长-6.7%、-0.04%、4.8%、11.7%、-6.6%; 另 2016 年增长较快的业务有担保及承诺、资产托管, 分别同增 26.9%、24.3%, 占比均为 4%。手续费细项与半年报相比: 除担保及承诺业务增速明显加快, 半年报同增 18%、占比 3.5%; 其他业

(2016.09.08)

6 工商银行中报点评：中规中矩  
(2016.08.31)

务增速均有所放缓。

其他非息收入同增 33%，其中子公司工银安盛保费净收入同增 38%，其他收入（含工银租赁经营租赁业务收入）同增 24.2%。

- **成本收入比上升，主要源于收入增速放缓。**2016 年成本收入比 27.34%，环比增加 3.13%，较年初增加 0.7%；成本收入比的上升主要是由于营收增速的减弱；业务及管理费用同比下降 1.5%，其中职工费用同比下降 0.7%、业务费用同比下降 3.7%。其中公司员工数较 2015 年减少 4597 人、机构数减少 298 家；业务费用的下降原因为按监管要求将原纳入业务费用的税金调整至税金及附加，以及电费、印刷费、低值易耗品购置等支出的减少。
- **不良净生成下降，其他指标靓丽。**4 季度不良率 1.62%，环比持平。1Q16-4Q16 单季测算不良净生成 1.36%、0.67%、0.9%、0.67%（测算存在一定误差）。累计年化不良净生成 0.89%，较 2015 年下降 16bp。4 季度核销力度小幅减弱，环比下降 1.79%，全年核销转出率较年中减少 5.66%。其他不良指标保持靓丽：年底关注类贷款占比总贷款 4.47%，较年中下降 44bp，逾期率 2.65%，较年中下降 0.3%。对不良的认定也趋严：逾期 90 天以上占比不良贷款 92.07%，较年中下降 4.67%。
- **存量拨备对不良覆盖力上升。**2016 年 4 季度信用成本 0.69%，较年中下降 2bp。拨贷比 2.22%，环比上升 0.02%，较年中上升 0.01%。存量拨备对不良覆盖能力增强，2016 年拨备覆盖率 136.69%，环比上升 0.55%，但仍低于 150% 的监管要求。
- **核心资本充足率保持稳定。**全年风险加权资产同增 11.3%，环增 4.1%。核心一级资本充足率 12.87%，环比上升 29bp，与年初持平；2016 年发行 66.76 亿永续债补充其他一级资本，资本充足率 14.61%，环比上升 43bp，较年初下降 61bp。
- **投资建议：**公司 16、17E PB 0.91X/0.78X（国有行 0.87X/0.76X）；PE 6.16X/6.11X（国有行 6.33X/6.24X）。工行经营稳健、零售和综合经营有明显优势，前期被市场忽视；工行目前具有较高的“性价比”。同时，今年需重视大银行的配置价值，大银行的基本面向会好于市场预期：目前的经济趋势和结构对大型银行是更有利的。大行确定企稳的基本面+低估值（17 年 PB0.76 倍），全年带来稳稳的收益；尤其在市场没有方向，预期收益不高时，大银行配置价值尤为显现。
- **风险提示：**经济下滑超预期。

图表：工商银行盈利预测表

每股指标	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
PE	6.19	6.16	6.11	6.00	净利息收入	507,867	471,846	492,326	522,128
PB	1.00	0.91	0.78	0.69	手续费净收入	143,391	144,973	146,423	147,887
EPS	0.78	0.78	0.79	0.80	营业收入	666,671	640,684	661,420	692,914
BVPS	4.80	5.29	6.13	6.93	业务及管理费	(177,823)	(175,156)	(179,906)	(184,315)
每股股利	0.23	0.23	0.24	0.24	拨备前利润	450,228	451,173	463,876	487,946
<b>盈利能力</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	拨备	(86,993)	(87,894)	(98,240)	(116,005)
净息差	2.43%	2.10%	2.03%	1.99%	税前利润	363,235	363,279	365,637	371,941
贷款收益率	5.37%	4.31%	4.32%	4.30%	税后利润	277,720	279,106	281,540	286,395
生息资产收益率	4.18%	3.52%	3.53%	3.54%	归属母公司净利润	277,131	278,249	280,679	285,529
存款付息率	1.87%	1.51%	1.51%	1.51%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
计息负债成本率	1.97%	1.59%	1.66%	1.70%	贷款总额	11,933,466	13,056,846	14,231,962	15,512,839
ROAA	1.30%	1.20%	1.11%	1.03%	债券投资	5,009,963	5,481,174	5,974,480	6,452,438
ROAE	16.64%	14.76%	13.21%	11.79%	同业资产	1,680,126	1,553,100	1,537,569	1,460,691
成本收入比	26.67%	27.34%	27.20%	26.60%	生息资产	21,597,962	23,357,336	25,209,250	27,168,425
<b>业绩与规模增长</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	资产总额	22,209,780	24,137,265	26,639,697	28,932,518
净利息收入	2.91%	-7.09%	4.34%	6.05%	存款	16,281,939	17,825,302	19,251,326	20,791,432
营业收入	5.16%	-3.90%	3.24%	4.76%	同业负债	2,603,261	2,606,650	2,867,315	3,010,681
拨备前利润	7.62%	0.21%	2.82%	5.19%	发行债券	306,622	576,364	778,091	972,614
归属母公司净利润	0.48%	0.40%	0.87%	1.73%	计息负债	19,191,822	21,008,316	22,896,733	24,774,727
净手续费收入	8.22%	1.10%	1.00%	1.00%	负债总额	20,409,261	22,156,102	24,358,226	26,356,093
贷款余额	8.23%	9.41%	9.00%	9.00%	股本	356,407	356,407	356,407	356,407
生息资产	7.21%	8.15%	7.93%	7.77%	归属母公司股东权益	1,789,474	1,969,751	2,264,353	2,550,748
存款余额	4.66%	9.48%	8.00%	8.00%	所有者权益总额	1,800,519	1,981,163	2,281,471	2,576,425
计息负债	8.08%	9.46%	8.99%	8.20%	<b>资本状况</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>资产质量</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	资本充足率	15.22%	14.61%	14.48%	14.10%
不良率	1.50%	1.62%	1.68%	1.53%	核心资本充足率	12.87%	12.87%	12.97%	12.79%
拨备覆盖率	155.92%	136.65%	135.24%	134.61%	杠杆率	12.34	12.18	11.68	11.23
拨贷比	2.35%	2.22%	2.28%	2.07%	RORWA	2.16%	2.01%	1.80%	1.59%
不良净生成率	1.05%	0.89%	0.70%	0.83%	风险加权系数	59.50%	60.34%	62.95%	66.73%

资料来源：公司年报，中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。