工商银行(601398)/银行

工商银行 2017 年 1 季报点评：拨备前利润超预期，中泰 4 月的金股

评级：增持(维持)

市场价格：4.88

目标价格：5.12—5.37

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)	356,406
流通股本(百万股)	269,612
市价(元)	4.88
市值(百万元)	1,739,263
流通市值(百万元)	1,315,707

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 工商银行 2016 年报点评：优质大行，资产质量企稳(2017.4.14)

2 银行16年报系列深度1-多维度看资产质量：企稳迹象明显(2017.4.11)

3 银行 16 年报系列深度 2--不断拆分看收入端：增速会持续平稳(2017.4.12)

4 银行 16 年报系列深度 3-16 年，银行的资产负债有哪些变化？(2017.4.25)

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	0.80
净资产收益率	19.62%	16.64%	14.76%	13.21%	11.79%
P/E	6.25	6.28	6.25	6.20	6.09
PEG	1.25	13.11	15.49	7.10	3.52
P/B	1.15	1.02	0.92	0.80	0.70

备注：

投资要点

- **1 季报亮点：**1、净利息收入表现较好，拨备前利润增速同比+7%，超预期；2、资产质量开始企稳，不良率环比下降；3、拨备对不良的覆盖开始增强。

  1 季报不足：1、手续费增速较弱，同比降 6%。2、公允价值变动净损益下降较多。

- **投资建议：**工商银行 16、17E PB 0.92X/0.8X（国有行 0.87X/0.77X）；PE 6.25X/6.2X（国有行 6.35X/6.25X）。工行业绩好于市场预期，工行是我们纳入中泰证券 4 月金股组合的唯一只银行股，继续看好。2 月中旬以来，我们只推荐大银行板块，坚定而持续地推荐。3 月中泰金股是农行，4 月是工行。这段时间，持有大行，是有绝对收益的；相对银行板块和大盘，大银行有明显的相对收益。

  目前监管环境下，选择金融企业的标准：1、负债端有优势的；2、合规经营的。大银行目前估值 17 年 PB0.76 倍，基本面稳定，中长期持有，仍会有稳定的收益。当市场没有好选择时，重视大银行的配置价值！

- **季报点评：**

- **1 季报概述。**工商银行 1Q17 营收、拨备前利润、净利润同比增速分别为-0.4%、7.2%、1.4%。还原“营改增”影响后，营业收入同比增长 2.86%，利息净收入同比增长 9.05%。

- **1 季度净息差微幅下降：营改增是主因，付息率环比持平**

  1 季度净利息收入环比增长 1.2%，生息资产环增 3.4%，可推净息差环比微幅下降，营改增是主因。我们测算的单季年化净息差环比下降 3bp。资产收益率下降：生息资产收益环比下降 3bp，计息负债付息率环比持平。

- **1 季度资产负债环比变化：资产端债券投资、同业资产占比下降，资金端存款提升**

  1 季度资产负债增速变化：贷款环增 4%、债券投资环比增长 3.4%（交易类环比增长 7.3%、应收款项类投资环比增长 40.6%，应收款项类债权投资增加）；存款环比增长 4.2%、同业负债环比下降 2.3%（同业存放环比下降 20%）。1 季度资产负债结构变化：贷款占比提升 0.3%，债券投资、同业资产占比下降 0.01%、

0.2%。负债端存款占比提升 1.6%；同业负债、发债占比下降 0.6%、1%。

- **手续费增速放缓，占比营收 24%**

1Q16、1H16、1-3Q16、2016 全年、1Q17 净手续费收入同比增长 16.9%、6%、2.3%、1.1%、-5.8%。1 季度净手续费收入环增 31.2%。增速较慢，预计与理财、代理等同比下降以及 1Q16 高基数有较大关系。

净其他非息收入同增-19.2%，主要为公允价值变动净损益下降较多（受理财产品投资端未实现收益下降）。

- **成本收入比下降**

1Q17 成本收入比 21.74%，环比下降 5.6%，同比下降 0.5%。业务及管理费用同比增长-2.8%、环比增长-37%。

- **资产质量较平稳**

1 季度不良净生成平稳。1 季度不良率 1.59%，环比下降 3bp、同比下降 7bp。1Q17 累计年化不良净生成 0.61%（测算值）、环比下降 0.28%。1 季度核销力度减弱，环比下降 10.38%。

- **拨备对不良覆盖能力增强**

拨贷比 2.24%，环比上升 2bp。存量拨备对不良覆盖能力较去年 4 季度增强，1Q17 拨备覆盖率 141.51%，环比上升 4.82%，仍低于监管线。

- **资本充足**

风险加权资产同增 8.3%，环比增长 2.5%。核心一级资本充足率 12.98%，环比上升 11bp，同比上升 11bp；资本充足率 14.66%，环比上升 5bp，同比上升 20bp。

- **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	2015A	2016A	2017E	2018E
PE	6.28	6.25	6.20	6.09
PB	1.02	0.92	0.80	0.70
EPS	0.78	0.78	0.79	0.80
BVPS	4.80	5.29	6.13	6.93
每股股利	0.23	0.23	0.24	0.24
盈利能力	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**
净息差	2.43%	2.10%	2.03%	1.99%
贷款收益率	5.37%	4.31%	4.32%	4.30%
生息资产收益率	4.18%	3.52%	3.53%	3.54%
存款付息率	1.87%	1.51%	1.51%	1.51%
计息负债成本率	1.97%	1.59%	1.66%	1.70%
ROAA	1.30%	1.20%	1.11%	1.03%
ROAE	16.64%	14.76%	13.21%	11.79%
成本收入比	26.67%	27.34%	27.20%	26.60%
业绩与规模增长	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**
净利息收入	2.91%	-7.09%	4.34%	6.05%
营业收入	5.16%	-3.90%	3.24%	4.76%
拨备前利润	7.62%	0.21%	2.82%	5.19%
归属母公司净利润	0.48%	0.40%	0.87%	1.73%
净手续费收入	8.22%	1.10%	1.00%	1.00%
贷款余额	8.23%	9.41%	9.00%	9.00%
生息资产	7.21%	8.15%	7.93%	7.77%
存款余额	4.66%	9.48%	8.00%	8.00%
计息负债	8.08%	9.46%	8.99%	8.20%
资产质量	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**
不良率	1.50%	1.62%	1.68%	1.53%
拨备覆盖率	155.92%	136.65%	135.24%	134.61%
拨贷比	2.35%	2.22%	2.28%	2.07%
不良净生成率	1.05%	0.89%	0.70%	0.83%

利润表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E
净利息收入	507,867	471,846	492,326	522,128
手续费净收入	143,391	144,973	146,423	147,887
营业收入	666,671	640,684	661,420	692,914
业务及管理费	(177,823)	(175,156)	(179,906)	(184,315)
拨备前利润	450,228	451,173	463,876	487,946
拨备	(86,993)	(87,894)	(98,240)	(116,005)
税前利润	363,235	363,279	365,637	371,941
税后利润	277,720	279,106	281,540	286,395
归属母公司净利润	277,131	278,249	280,679	285,529
资产负债表（百万元）	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**
贷款总额	11,933,466	13,056,846	14,231,962	15,512,839
债券投资	5,009,963	5,481,174	5,974,480	6,452,438
同业资产	1,680,126	1,553,100	1,537,569	1,460,691
生息资产	21,597,962	23,357,336	25,209,250	27,168,425
资产总额	22,209,780	24,137,265	26,639,697	28,932,518
存款	16,281,939	17,825,302	19,251,326	20,791,432
同业负债	2,603,261	2,606,650	2,867,315	3,010,681
发行债券	306,622	576,364	778,091	972,614
计息负债	19,191,822	21,008,316	22,896,733	24,774,727
负债总额	20,409,261	22,156,102	24,358,226	26,356,093
股本	356,407	356,407	356,407	356,407
归属母公司股东权益	1,789,474	1,969,751	2,264,353	2,550,748
所有者权益总额	1,800,519	1,981,163	2,281,471	2,576,425
资本状况	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**
资本充足率	15.22%	14.61%	14.48%	14.10%
核心资本充足率	12.87%	12.87%	12.97%	12.79%
杠杆率	12.34	12.18	11.68	11.23
RORWA	2.16%	2.01%	1.80%	1.59%
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。