



银行

2017 年 08 月 24 日

工商银行 (601398)

大零售延续王者荣耀，严监管凸显稳健优势

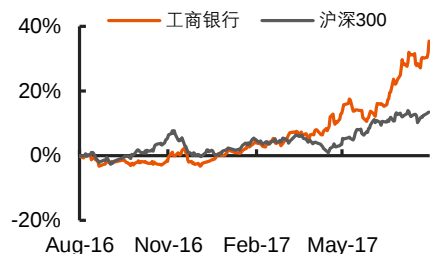
强烈推荐（维持）

现价：5.85 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/34.71%
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)	19,925.25
流通 A 股市值(亿元)	15,772.31
每股净资产(元)	5.46
资产负债率(%)	91.80

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

袁喆奇 投资咨询资格编号
S1060517060001
021-20661426
YUANZHEQI052@PINGAN.COM.CN

研究助理

王思敏 一般从业资格编号
S1060115120019
021-20660384
WANGSIMIN134@PINGAN.COM.CN

林颖颖 一般从业资格编号
S1060117080018
021-20662386
LINYINGYING728@PINGAN.COM.CN

平安观点：

■ 大零售布局斩获佳绩，多项业务行业领先

17 在金融去杠杆的大背景下，银行由重规模的外延式发展模式转向重质效的内涵式发展模式更为迫切，零售业务具有低资本消耗、贡献稳定等优势，符合商业银行的转型方向。与中小银行相比，大行的转型优势在于：1) 庞大的客户基础，有利于业务推广和技术及产品应用；2) 国有大行品牌优势，客户具有较高的黏性及依赖性。

目前大行的业务经营范围基本一致，但从成立之初开始，工行有别于其他大行的显著特点是客户定位以城市为主，围绕城市客户的零售业务是工行的重要业务布局。近年来工行依托网点优势、品牌优势与雄厚的客户基础，积极推动“大零售”业务布局，零售业务贡献不断提升。16 年末零售营业收入贡献占比达到 37%，比五年前提升 8.1 个百分点。经过多年的深耕细作，工行在零售贷款（规模第一）、理财业务（管理规模第一）、信用卡贷款（规模第一）、私行（管理资产第一）等众多领域具有领先优势。

■ 整合 E-ICBC 平台，打造面向未来的互联网金融体系

工行在互联网金融领域积极布局，不论是客户基础、线下网点渠道还是大数据沉淀，均领先其他银行。目前工商银行“E-ICBC”整合了分散的互联网金融产品，在电商（融 e 购）/网络银行（融 e 行）/信贷融资（融 e 借）/线上缴费（e 缴费）/线上支付（e 支付），已经形成了购物、投融资、支付等多场景的线上闭环。16 年末公司电子银行交易额突破 600 万亿，占国内商业银行 40% 的市场份额；融 e 行客户达 2.53 亿户，融 e 购平台交易量达到 1.27 万亿且客户数 5000 万。互联网金融的发展进一步巩固了工行在零售业务的优势，并且预计未来会在客户场景服务、大数据的应用等领域带来新的增长亮点。

■ 投资建议

17 年金融去杠杆和监管趋严的背景下行业竞争格局面临重塑，经营稳健、吸存能力强的大行优势凸显。零售业务的发展需要精耕细作，但一旦建立“护城河”优势，银行就会长期受益于稳定的业绩贡献。工行在多项零售业务已经斩获领先优势，并且积极打造“E-ICBC”互联网金融体系，未来线下网点优势与线上拓展进一步融合，零售业务将在工行扮演越来越重要的角色。另外，工行长期以来经营稳健，有效抵御了监管趋严对部分业务的冲击，叠加基本面边际改善、估值较低、股息率较高等因素，工行的投资价值进一步提升。我们维持工行 17/18 年净利润增速 1.9%/3.9% 的预测，目前股价对应 17/18 年 PB 为 1x/0.91x，PE 为 7.36x/7.08x，维持公司“强烈推荐”评级。

■ 风险提示：经济下滑超预期，业务发展不及预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	666,671	640,684	674,101	707,925	737,559
YoY(%)	5.5	-3.9	5.2	5.0	4.2
净利润(百万元)	277,131	278,249	283,469	294,476	303,424
YoY(%)	0.5	0.4	1.9	3.9	3.0
ROE(%)	16.7	15.5	14.3	13.5	12.7
EPS(摊薄/元)	0.78	0.78	0.80	0.83	0.85
P/E(倍)	7.52	7.49	7.36	7.08	6.87
P/B(倍)	1.22	1.11	1.00	0.91	0.83

正文目录

一、工行历史变迁，见证中国银行业的改革与发展	5
1.1 起步于央行职能分离，发展于行业改革，奠定业务腾飞基础	5
1.2 行业龙头地位难以撼动，稳步推进综合化布局	6
二、实施“大零售”战略，零售业务在营收中占比提升	7
2.1 零售业务在营收中占比提升	7
2.2 工行在多项零售业务具有领先优势	9
三、整合 E-ICBC 平台，打造面向未来的互联网金融体系	11
3.1 整合 E-ICBC 平台，迎接互联网金融发展机遇	11
3.2 融 e 购：打造商品交易+金融投资+融资服务平台	12
3.3 融 e 行：渠道线上化迁徙，但产品差异化是关键	13
3.4 融 e 联：嵌入客户生活，打造金融生态圈	14
四、经营稳健抵御监管冲击，基本面边际改善	14
4.1 经营稳健受监管冲击小，息差企稳	14
4.2 资产质量出现积极变化，拨备水平回升	15
4.3 资本充足率较高，内生增长能力较优	15
五、投资建议	16
5.1 估值合理股息较高，二季度基金持仓量提升	16
5.2 工行股价表现较优，长期投资价值凸显	16
5.3 投资建议：维持“强烈推荐”评级	17

图表目录

图表 1	工商银行历史改革大事记	5
图表 2	工行股权结构仍以国有股为主	6
图表 3	五大行国有持股比例（17Q1）	6
图表 4	四大行在行业中存贷款占比（17 年 Q1）	6
图表 5	工行在上市银行中利润占比约为 22%	6
图表 6	工行债券承销金额仅次于建行（17 年上半年）	7
图表 7	工行托管资产余额排名第一（16 年）	7
图表 8	上市银行综合化布局一览	7
图表 9	工行零售业务收入占比缓慢提升	8
图表 10	工行零售业务收入占比相对较高（16 年）	8
图表 11	工行零售贷款占比逐年上升	8
图表 12	工行个人金融资产及个人客户稳步增长	8
图表 13	工行机构网点数国内位列第三（16 年）	9
图表 14	近年来工行网点总数基本保持平稳	9
图表 15	A 股上市银行中工行个人贷款位列第二	9
图表 16	工行网均储蓄存款较高	9
图表 17	大行市场占比约为三分之一（16 年）	10
图表 18	工行非保本理财排名第一（16 年）	10
图表 19	国内上市银行信用卡贷款余额（16 年）	10
图表 20	国内上市银行信用卡累计发卡量（16 年）	10
图表 21	工行私人银行客户数保持较快增长	11
图表 22	工行私人银行管理资产保持较快增长	11
图表 23	工行打造面向未来的互联网金融体系	12
图表 24	融 e 购产品种类齐全	13
图表 25	工银“融 e 行”网上银行	13
图表 26	工银“融 e 联”主要功能	14
图表 27	存款是工行主要的负债来源（16 年）	14
图表 28	工行息差呈现企稳趋势	14
图表 29	工行不良贷款生成率下降	15
图表 30	工行拨备覆盖率偏低（17Q1）	15
图表 31	工行资本充足率水平较高（17Q1）	15
图表 32	上市银行 16 年 RWA 实际增速 vs 内生增速	15
图表 33	上市银行中工行估值位于中位	16
图表 34	工行股息率较高（17E）	16
图表 35	二季度工行基金持仓量提升	16
图表 36	二季度各上市银行基金持仓量对比	16

图表 37 工行上市以来股价走势图	17
图表 38 工行估值模型	17

一、 工行历史变迁，见证中国银行业的改革与发展

1.1 起步于央行职能分离，发展于行业改革，奠定业务腾飞基础

■ 成立背景及初期发展，奠定业务腾飞基础

我国于 1953 年建立了集中的国家银行体系，中国人民银行不仅是中央银行，还经营着存贷款、支付结算等商业银行业务。20 世纪 70 年代开始银行体系改革，1979 年农业银行、中国银行及中国建设银行相继单独成立，分别被指定从事农业融资、外汇和贸易融资以及建筑和基础建设融资业务等。工行于 1984 年 1 月 1 日正式成立，专门从事城市商业融资，承担了中国人民银行的商业银行职能。这一期间我国的银行体系仍然受政府计划及政策严格限制，银行经营没有实现自主化和商业化。

20 世纪 90 年代中期，我国政府通过颁布《商业银行法》、成立政策性银行及四大资产管理公司、规范银行业监管等，加快金融体制改革。在此期间国有专业银行逐渐转化为国有商业银行，开始探索自主运营、自担风险及自负盈亏的道路。工行在加强组织结构调整、风险防控、业务流程和信息技术等方面做出诸多改进，以建立现代商业银行的运营体系。从成立背景来看，正是因为这种脱胎于国有金融管理体系的历史沿革，工行在工商业积累了丰富的对公客户资源以及城市零售业务资源。

■ 股改历程梳理，国有控股地位不变

经过财政部保留资本金及发行特别国债、不良资产剥离给资产管理公司、中央汇金注资等方式，2005 年 10 月 28 日由财政部和汇金公司担任发起人，工行由国有商业银行整体改制为股份有限公司。

为了推进公司治理改革和业务发展，丰富股权结构，工行开始积极引入海外战略投资者，工行与海外战略投资者的合作方式有：1) 认购原始股份，充实资本金。2006 年 4 月，高盛集团、安联保险集团、美国运通分别认购 5.75%、2.25% 和 0.45% 的股份；2) 与战略投资者签订战略合作协议，引入海外先进管理经验。比如工行分别与高盛集团在银行业务、与安联集团在保险业务、与美国运通在银行卡等不同领域进行业务合作等。

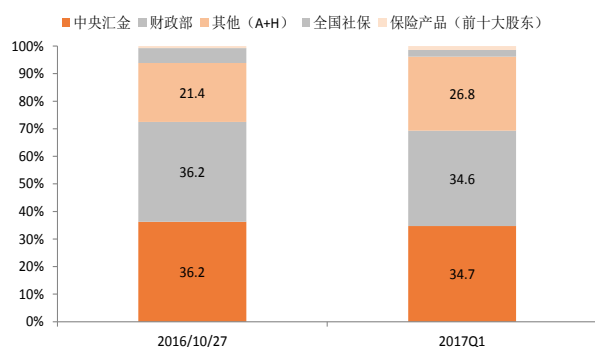
图表1 工商银行历史改革大事记

时间	事项
1984年1月1日	作为被指定专门从事城市商业融资的国家专业银行，承担了中国人民银行的商业银行职能。
1994年	由国家专业银行转型为国有商业银行。
1999年-2001年	将4077亿元不良资产按账面值转让给华融公司。
2005年4月30日	汇金公司行注资150亿美元，财政部则保留了原中国工商银行资本金1,240亿元。
2005年10月28日	财政部和汇金公司担任发起人，由国有商业银行整体改制为股份有限公司，注册资本为2480亿元。
2006年1月27日	与三家境外战略投资者高盛集团、安联集团和美国运通分别订立股份购买协议。
2006年6月29日	社保基金理事会以约180亿认购股份，股权占比约为4.9996%。
2006年10月27日	上交所和香港联交所同时挂牌上市。

数据来源：公司财报、平安证券研究所

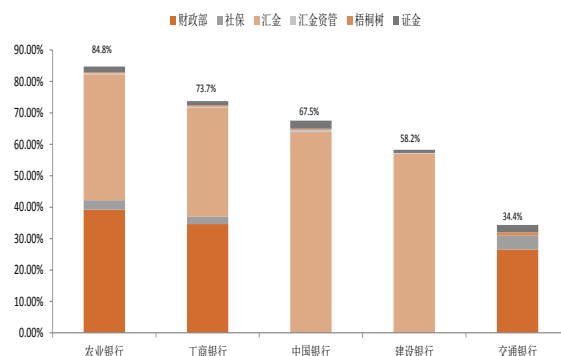
经过财务重组、股份制改革、引入战投、A+H 上市等一系列历史性改革，截止至 17 年 1 季度末，工行国有持股（中央汇金、财政部、中央汇金资管等）合计持股 73.7%，尽管与上市之初国有持股相比下降 6.12 个百分点，但国有持股数仍然具有绝对优势，国有性质并未发生改变。前期引入的海外战略投资者已经逐渐售出所持有股份，目前工行的主要股东结构为国有股份、保险产品及其他投资者。

图表2 工行股权结构仍以国有股为主



资料来源: wind、平安证券研究所

图表3 五大行国有持股比例 (17Q1)

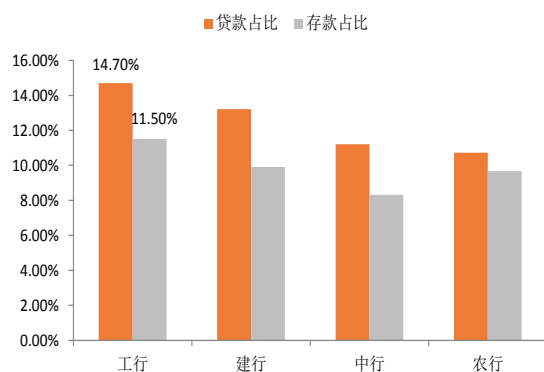


资料来源: wind、平安证券研究所

1.2 行业龙头地位难以撼动，稳步推进综合化布局

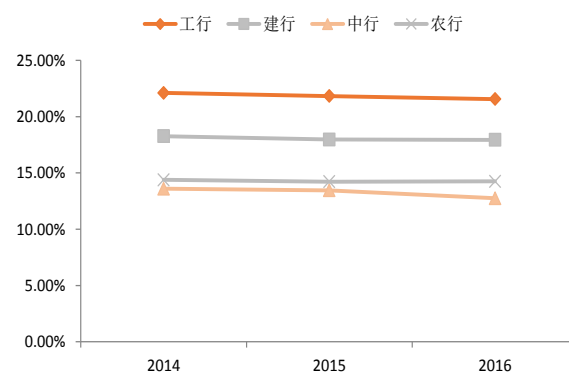
截止 17 年 1 季度，工行总资产规模 24.9 万亿元，存款/贷款分别达到 18.6 与 13.6 万亿元，在行业中占比约为 12%和 15%；16 年全年实现净利润 2791 亿元，在 A 股上市银行利润占比约为 22%。除了传统的存贷款业务位居行业第一，工行在零售金融业务、资产管理业务、投行业务等也在国内位居前列。从全球范围来看，根据英国《银行家》发布的 2017 年全球银行 1000 强排名，工行资产规模、净利润、一级资本金等各项指标均保持全球银行业最好水平。

图表4 四大行在行业中存贷款占比 (17 年 Q1)



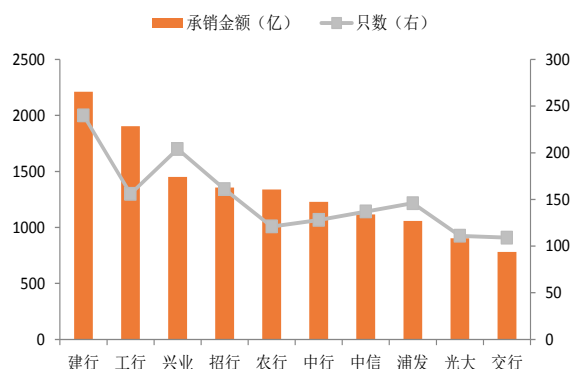
资料来源: wind、平安证券研究所

图表5 工行在上市银行中利润占比约为 22%



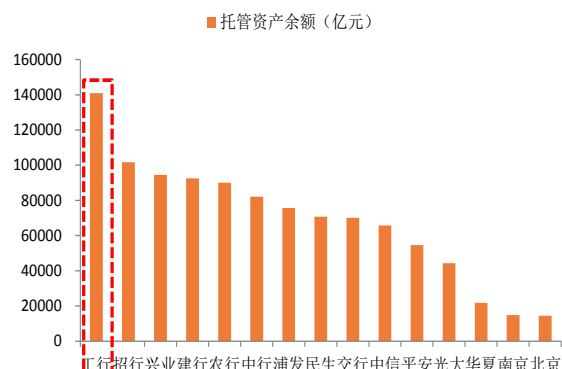
资料来源: wind、平安证券研究所

图表6 工行债券承销金额仅次于建行（17年上半年）



资料来源: wind、平安证券研究所

图表7 工行托管资产余额排名第一（16年）



资料来源: wind、平安证券研究所

工行积极推进综合化金融布局，旗下拥有工银瑞信、工银租赁、工银安盛、工银国际等全资子公司或者控股子公司。虽然我国是分业金融的监管体系，银行无法直接进行跨业务经营，但通过成立或者控股金融类子公司，工行也实现了较为齐全的综合化金融牌照，从而利于实现协同效应，以客户需求为核心，为客户提供多元化产品和服务，提高金融服务效率的同时实现业务与收入的多元化。

图表8 上市银行综合化布局一览

	证券	保险	基金	租赁	信托	其他
工行	工银国际	工银安盛	工银瑞信基金	工银金融租赁		工银金融服务
建行	建银国际	建信人寿	建信基金	建信租赁	建信信托	建信期货/ 建信养老金
中行	中银国际控股/ 中银国际证券	中银保险/中银集团保险/ 中银集团人寿/中银三星人寿	中银基金	中银航空租赁		中银消费金融/ 中银集团投资
农行	农银国际	农银人寿	农银汇理基金	农银金融租赁		农银财务公司
交行	交银国际/ 华英证券	交银保险/交银康联	交银施罗德基金	交银租赁	交银国信	
招行	招银国际	招商信诺	招商基金	招商金融租赁		招联消费金融
中信				中信金融租赁		中信国金/信银(香港)投资
民生		民生金融租赁	民生加银基金			民生加银资产管理/ 民银国际
兴业	华福证券		兴业基金	兴业租赁	兴业信托	兴业消费金融/ 兴业期货
浦发	浦发国际		浦银安盛	浦银金融租赁	上海国际信托	浦发硅谷银行
光大	光银国际资本			光大金融租赁		审议通过设立消费金融 子公司议案
华夏				华夏金融租赁		
平安			平安集团			
北京		中荷人寿保险	中加基金	北银金融租赁		北银消费金融
南京			鑫元基金	江苏金融租赁		苏宁消费金融/鑫沅 资产管理/上海鑫沅 股权投资管理
宁波			永赢基金	永赢金融租赁		

数据来源: 公司财报、平安证券研究所

二、 实施“大零售”战略，零售业务在营收中占比提升

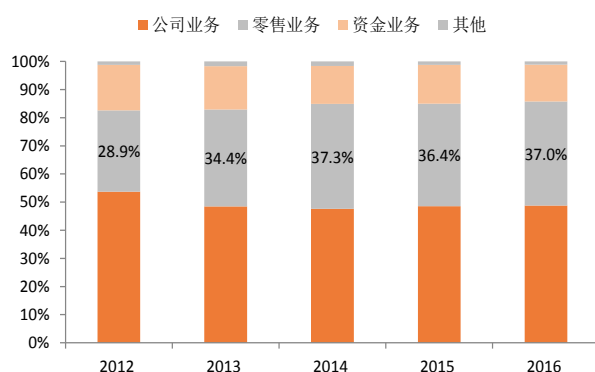
2.1 零售业务在营收中占比提升

17年在金融去杠杆的大背景下行业整体规模扩张放缓，银行由重规模的外延式发展转向重质效的内涵式发展显得更为迫切，零售业务具有低资本消耗、贡献稳定等优势，符合商业银行的转型方向。与中小银行相比，大行的转型优势在于：1）现有庞大的客户基础，有利于业务推广和技术应用；2）

国有大行品牌优势，不管是对公还是零售客户均有较高的黏性及依赖度。但同时也应看到大行转型的主要劣势有：1)业务讲究大而全，可能在某些业务层面或者区域的精细化程度不足，从而也给部分中小行实现差异化竞争优势提供空间；2)大行机制和激励制度相对缺乏灵活性、创新动力相对不足、经营文化更多考虑稳定性等因素。

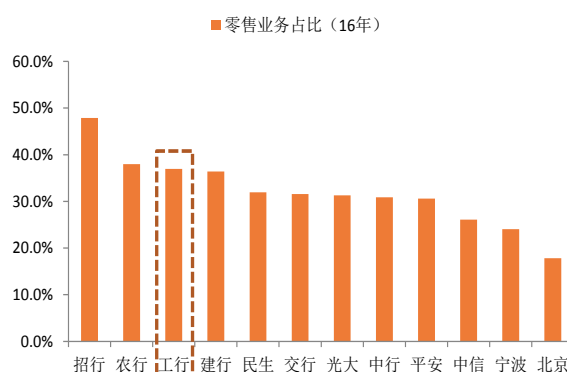
虽然目前大行的业务经营范围基本一致，但从成立之初开始，工行有别于其他国有大行的显著特点就是定位于城市为主，零售业务的发展对工行而言有着不同意义。稳健经营的理念已经渗透到工行的管理文化和业务经营中，若外部环境未发生重大改变，业务结构亦不会发生明显变化。但对比各条线近五年业务贡献，我们发现公司业务和资金业务占比均略有下降，与此同时零售业务在营收中占比达到 37%，比五年前提升 8.1 个百分点。工行的大零售业务布局体现积极效果，16 年末零售贷款占比 32%，同比提升 2 个百分点。个人客户金融资产 12.2 万亿元，同比增加 5%，个人客户达到 5.3 亿人，同比增加 7%。

图表9 工行零售业务收入占比缓慢提升



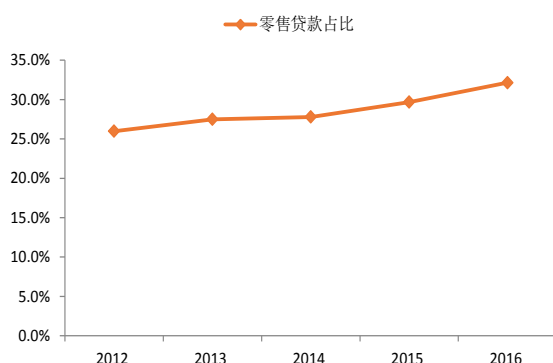
资料来源：wind、平安证券研究所

图表10 工行零售业务收入占比相对较高（16年）



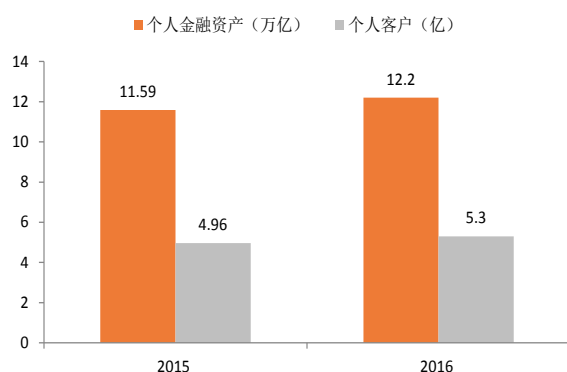
资料来源：wind、平安证券研究所

图表11 工行零售贷款占比逐年上升



资料来源：wind、平安证券研究所

图表12 工行个人金融资产及个人客户稳步增长



资料来源：wind、平安证券研究所

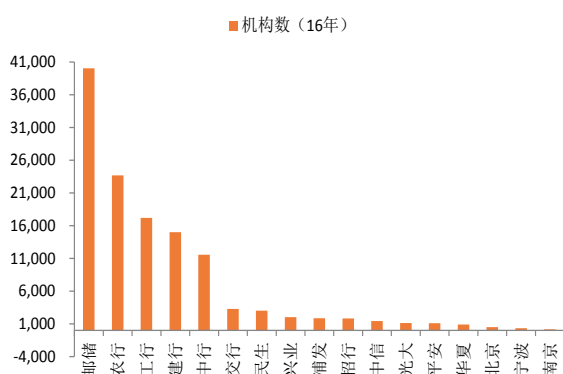
2.2 工行在多项零售业务具有领先优势

■ 庞大的线下网点是零售业务发展的基础

银行网点具有提供更加便利服务、广告效应等优势，尤其在零售业务方面，庞大的网络优势将会体现的更加明显。截止至 16 年末，工行机构网点数为 1.7 万个，仅次于农业银行。工行在历史上即属于“城市银行”，与农行相比网点大多位于大中型主要城市内，零售客户基础较好，个人存贷款在国内具有重要的市场地位。

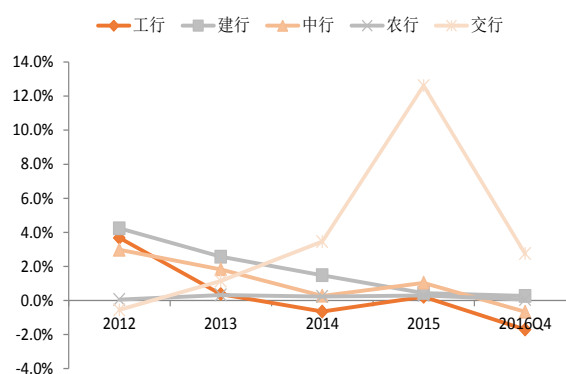
虽然受网络银行和手机银行的冲击柜面业务占比在逐年下降，但我们认为预言银行网点将会消失将为时过早。银行网点的现场场景服务仍然有存在的必要性，但随着客户需求及技术的发展，网点面临着从传统的柜面服务的进一步转型。近年来工行控制物理网点总数，加快新技术应用和服务转型，网点逐渐向智能化轻型化改造，构建线下线上一体化服务体系。

图表13 工行机构网点数国内位列第三（16 年）



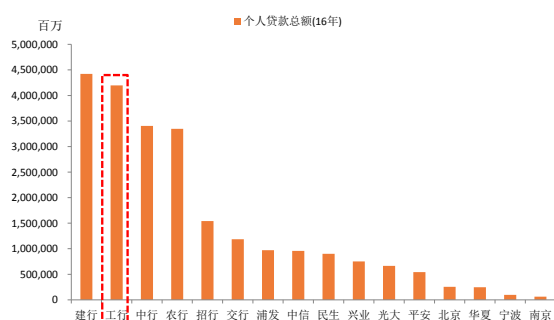
资料来源：wind、平安证券研究所

图表14 近年来工行网点总数基本保持平稳



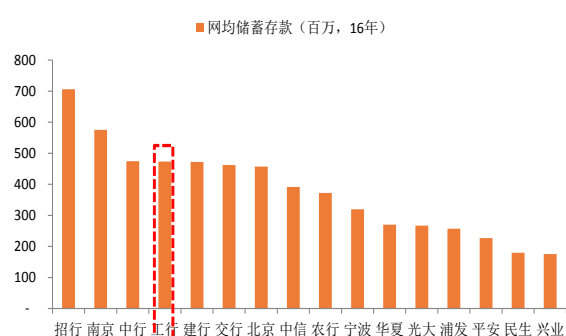
资料来源：wind、平安证券研究所

图表15 A 股上市银行中工行个人贷款位列第二



资料来源：wind、平安证券研究所

图表16 工行网均储蓄存款较高



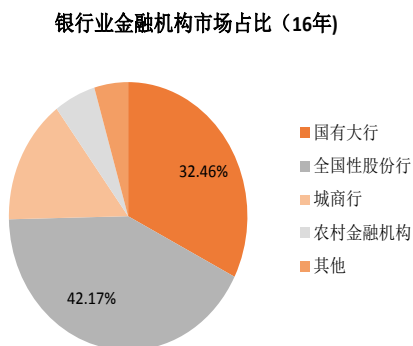
资料来源：wind、平安证券研究所

■ 个人财富管理业务

根据《中国商业银行理财年报》数据，17 年 1 季度银行理财产品余额 29.1 万亿元，比年初增加 958 亿元，同比增长 18.6%，增速比去年同期下降 34.8 个百分点，理财市场进入平稳增长期。

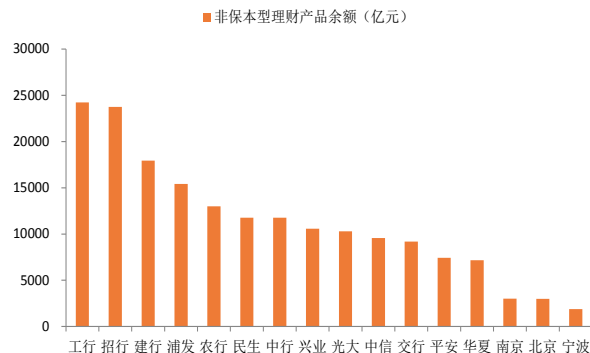
工行理财 16 年末非保本理财产品余额达到 2.4 万亿，位居上市银行第一。工行理财产品的主要优势有：1）理财产品种类丰富、产品齐全，拥有不同期限、不同产品种类的理财体系；2）理财产品本质上为“代客理财”，客户对品牌和产品的信任度很关键，工行作为传统国有大行享有较高的品牌知名度，客户信赖程度高。

图表17 大行市场占比约为三分之一（16 年）



资料来源：wind、平安证券研究所

图表18 工行非保本理财排名第一（16 年）



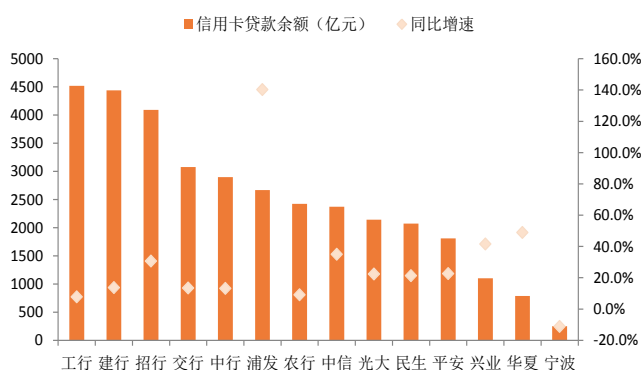
资料来源：wind、平安证券研究所

■ 信用卡业务

根据 16 年《支付体系运行总体情况》，中国信用卡市场不断扩大，保持稳健增长势头。16 年末国内信用卡累计存量 4.65 亿元，同比增 7.6%；应偿信贷余额 4.06 万亿元，同比增 23.63%，额度使用率为 44.5%。

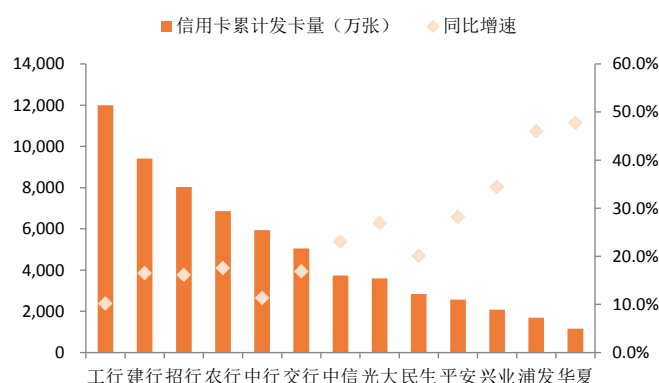
工行信用卡总体领先同业，16 年末工行信用卡贷款余额 4520.4 亿元，信用卡累计发卡量 1.2 亿张，均稳居市场第一。工作信用卡的突出优势在于：1）应用场景广泛，境内外合作机构及合作商户众多，客户使用便利；2）凭借庞大的客户基础及大数据技术应用等，可从精准营销、自动化客户管理、支付场景拓展、信用卡风险管理等方面实现信用卡新的突破。

图表19 国内上市银行信用卡贷款余额（16 年）



资料来源：bloomberg、20 家 A 股上市银行财报、平安证券研究所

图表20 国内上市银行信用卡累计发卡量（16 年）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

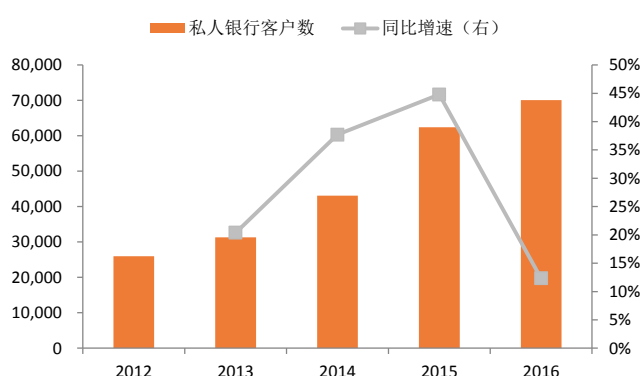
■ 私人银行业务

根据贝恩&招商银行《2017 年中国私人财富报告》，16 年末中国的高净值人群（可投资资产超过 1000 万元）数量达到 158 万人，近三年复合增长率达到 23%，私人银行市场有广阔的发展空间。

16 年末工行私人银行客户 7 万户，同比增加 12.3%，管理资产 1.2 万亿，同比增 14.2%。工行私人银行业务的主要优势在于：1）具有齐全的业务体系及卓越的创新力，主动调整产品发行及投资策略，并且创新开展金融资产质押代理投资业务、FOF 股权基金等；2）随着工行国际化战略的推进，加快全球理财基金和全球销售网络的建设，满足高净值客户全球资产配置需求。

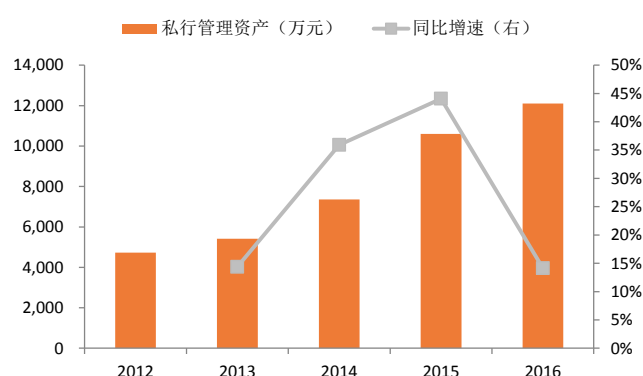
工行借助综合化业务优势，为客户提供多元化、一体化的金融资产服务业务，在财富管理方面，具有代理基金销售、代理国债销售、外汇交易、保险、贵金属、外汇、商品交易等丰富的产品账户及交易账户体系。

图表21 工行私人银行客户数保持较快增长



资料来源: bloomberg、20家A股上市银行财报、平安证券研究所

图表22 工行私人银行管理资产保持较快增长



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

三、整合 E-ICBC 平台，打造面向未来的互联网金融体系

3.1 整合 E-ICBC 平台，迎接互联网金融发展机遇

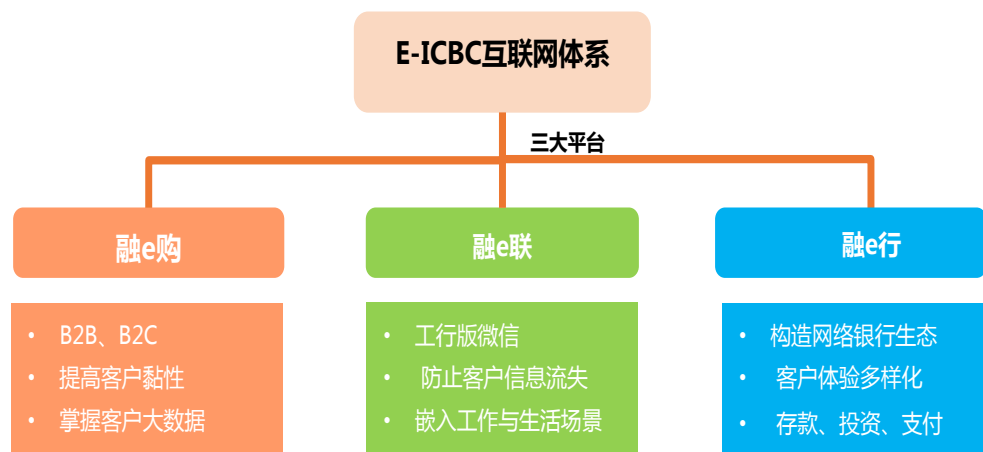
工行积极在互联网金融领域布局，2015 年 3 月发布“E-ICBC”互联网金融品牌，整合了分散的互联网金融产品，在电商（融 e 购）/直销银行（融 e 行）/线上贷款审批（融 e 借）/线上缴费（工银 e 缴费）/线上支付（工银 e 支付），已经形成了生活、支付、投资、融资等多场景的线上闭环。16 年末，“融 e 行”客户达 2.53 亿户，其中移动端客户 6605 万户，增长 64.2%；“融 e 购”电商平台交易额达 1.27 万亿；“融 e 联”即时通讯平台客户达 6649 万户。

我们认为工行在客户基础、渠道融合、数据沉淀等领域，均具有较为独特的优势：

- 1) 客户基础：相对于中小银行、互联网企业做互联网金融，工行最大的优势在于规模巨大的存量客户，海量的 C 端存量客户可以快速低成本的向线上迁徙，如融 e 购一年时间内即拥有 1700 万的个人客户，这是别的电商平台需要 3-5 年才能达到的高度。
- 2) 线上线下相结合：相比互联网企业纯线上模式做互联网金融，工行的优势在于长时间积累形成的分布广泛的线下网点及积攒的当地资源，可以更好的发挥线上线下互动的优势。比如电商可以选取旗舰网点推广 O2O 的购物体验，在线上贷款审批未通过后可到线下网点重新审批，缴费平台上线缴费项目需要与各地事业单位去对接，线下渠道优势都将得以体现。
- 3) 大数据沉淀：工行的第三个优势在于积累了长达数年的银行流水、个人信贷、交易关系等金融数据，如工行从 2007 年就开始建设数据仓库和集团信息库“两大数据基础平台”，实现了对全部客户、账户、交易等信息的集中管理，大数据和征信的发展可以促使银行对存量客户纯线上贷款授信

的小试牛刀，比如工行针对零售客户“融e借”，向符合条件的借款人发放信用消费贷款。

图表23 工行打造面向未来的互联网金融体系



数据来源：公司网站、平安证券研究所

3.2 融e购：打造商品交易+金融投资+融资服务平台

融e购是工行搭建的线上商品交易平台，并在这个平台上嵌入金融投资和融资服务，将存贷汇较为基础应用场景延伸到线上。与电商平台相比，工行融e购的主要优势有：1）品质保证：由于银行本身的对公业务优势和对平台企业的了解，可以引进一些优质企业提供高品质的产品，比如融E购平台上茅台酒均是由贵州茅台厂家直销，可以确保产品品质，通过有机结合客户和商户来定位于“名商、名品、名店”。2）金融服务：利用银行与生俱来的金融属性，银行电商平台可以提供理财、贵金属、基金、保险等多样化的产品，同时可以为小微企业和个人消费信贷。工行的融E购，销售金额最大的是金融及相关产品，比如汽车和房地产等需要金融支持力度比较大的产品。3）线上线下结合：工行于2015年5月份联动全国400余家工行网点开展“融E购商城o2o线下购物狂欢周活动”，给客户带来线下体验+线上扫码支付。

工行通过搭建融e购平台，我们认为主要作用有：1）增加客户粘性，构建资金流、信息流和物流的闭环。银行系电商通过打造商品交易平台、金融投资平台和融资服务平台，客户可以在平台上实现生活场景应用产生信息流和物流、个人/企业投融资服务产生的资金流，从而提高用户粘性。2）创造金融服务需求，拓宽银行业务种类。在传统存贷汇业务的基础上搭建销售和消费的平台，嵌入投融资的金融服务，拓展服务领域。

图表24 融e购产品种类齐全



数据来源：公司网站、平安证券研究所

3.3 融e行：渠道线上化迁徙，但产品差异化是关键

从银行的渠道演化路径来看，个人零售业务的交易将逐步迁徙向互联网化，实体零售网络将更多承担服务及用户体验的功能。线下网点将承担更多销售/服务为主的功能，例如私人银行客户的资产管理及理财定制服务，社区银行的小区金融服务，小微客户服务等，而交易的集中度从线下实体网点向电话、ATM、互联网、移动终端等演化。

工行个人网上银行、手机银行都属于“融e行”品牌，目前客户已突破 2.5 亿户。16 年工行针对“融e行”进行了全面升级，围绕开放化、智能化与个性化的理念，推出新版网上银行与手机银行。与其他银行相比，我们认为工行的网上银行、手机银行具有的优势有：1) 更加全面与便利，与融e购商城无缝融合，通过网银可直接购买融e购商品，积分可抵现、购物可贷款、购物更轻松，更真更值更品质。2) 平台开放：他行客户可注册，依托电子账户体验，实现非工行客户也可以使用工行网银，甚至还可以购买工行众多的投资理财产品。

图表25 工银“融e行”网上银行



数据来源：公司网站、平安证券研究所

3.4 融 e 联：嵌入客户生活，打造金融生态圈

融 e 联是工行自主研发的，向个人客户提供移动金融服务的即时通讯平台，具有“消息”、“发现”、“服务”及“我”四大功能，以建立银行与客户、客户经理与客户、客户与客户之间的即时信息交互、业务咨询、沟通分享为目标，构建社交化金融、互动式营销的金融服务体系。作为传统商业银行介入社交领域的尝试工具，我们认为融 e 联的主要作用有：1) 嵌入客户生活，对接客户生活服务场景，提高客户依赖度；2) 打造内在的信息沟通渠道，积累大数据经验，从而实现精准营销及风险防控；3) 建立客户经理与客户的专业、直接的交流平台，比如可通过客户经理建立的线上群组，强化感情联系。为主动的业务。

图表26 工行“融 e 联”主要功能

主要功能	功能介绍
账户提醒：	动账实时提醒服务，信息交互服务
移动支付：	工银二维码支付，享受与工行合作商户的专属优惠，方便快捷
金融生态：	提供丰富的金融咨询、理财产品、生活服务等，打造金融生态圈
安全保障：	工行打造的金融交互服务，银行级大数据风控体系

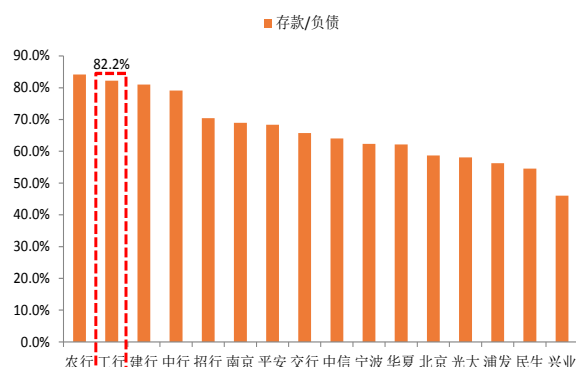
数据来源：公司网站、平安证券研究所

四、经营稳健抵御监管冲击，基本面边际改善

4.1 经营稳健受监管冲击小，息差企稳

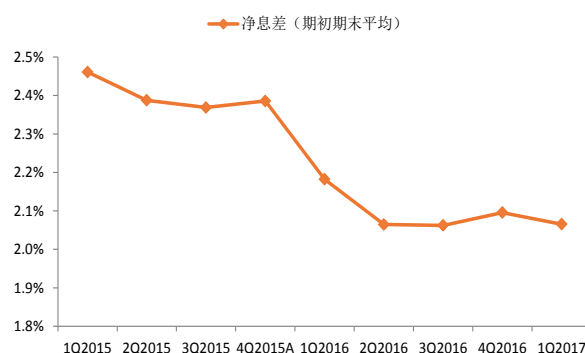
工行经营稳健，客户存款是主要的资金来源，16 年末客户存款 17.83 万亿元，负债端存款占比高（82%,17Q1），零售业务具有优势，吸存成本低。17 年息差逐渐企稳，并且工行作为同业资金主要拆出行，将受益于资金价格的上升。

图表27 存款是工行的主要负债来源（16 年）



资料来源：wind、平安证券研究所

图表28 工行息差呈现企稳趋势



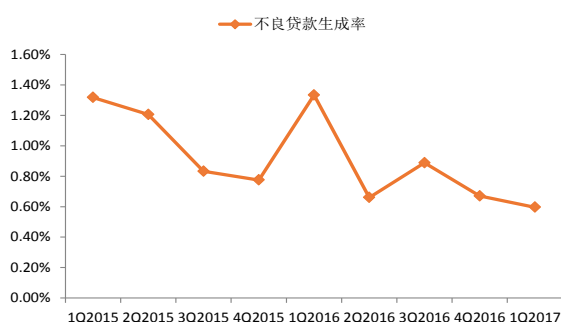
资料来源：wind、平安证券研究所

4.2 资产质量出现积极变化，拨备水平回升

工行经营稳健，整体资产质量较优，并且受益于经济企稳改善，工行 1 季度不良率为 1.59%，环比年初下降 3BP。我们测算公司 1 季度单季年化不良生成率为 0.6%，同环比分别下降 72BP/8BP，资产质量的改善趋势仍在延续。

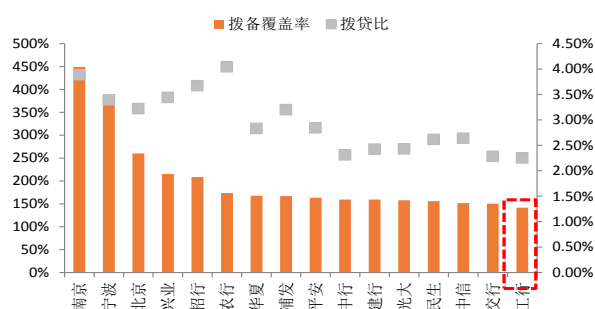
在不良生成放缓的情况下，公司 1 季度单季年化信贷成本同比提升 17BP 至 0.95%，带动拨备覆盖率与拨贷比分别较年初提升 5pct 和 4BP 至 142%和 2.25%，拨备水平边际改善。随着资产质量的逐渐企稳向好，拨备覆盖率将逐步回升。

图表29 工行不良贷款生成率下降



资料来源: wind、平安证券研究所

图表30 工行拨备覆盖率偏低 (17Q1)



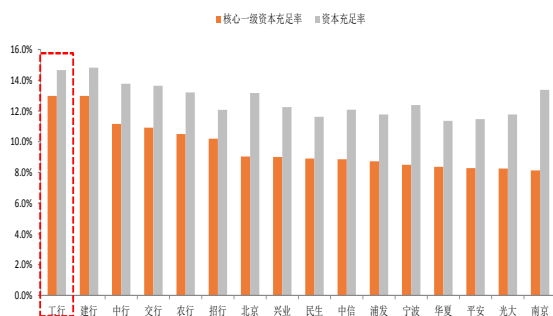
资料来源: wind、平安证券研究所

4.3 资本充足率较高，内生增长能力较优

MPA 考核体系中资本和杠杆情况考核对各家银行广义信贷增速的约束力很强。我们将 16 年各家上市银行实际广义信贷增速与理论广义信贷增速的上限进行比较，发现不少中小银行存在超标情况。考虑到资本和杠杆情况在 MPA 考核中的重要性极高，该单项如果不能达标将导致 MPA 考核的整体评级不达标，受此约束，过去规模增速过快的中小银行需要降低增速以适应监管要求。

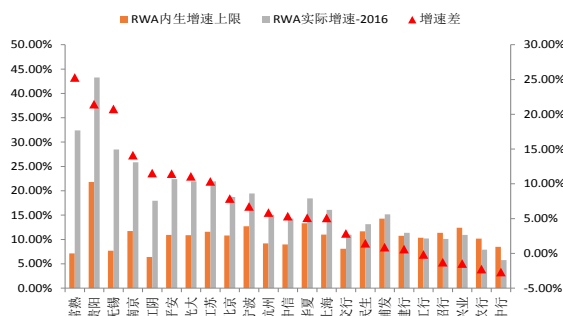
从 17 年 1 季度末行业整体资本情况来看，工行核心一级资本充足率 13%，在上市银行中位居首位，工行内生增长能力较优，工行是少数几家仅依靠内生增长就可以满足现有规模增速的银行。

图表31 工行资本充足率水平较高 (17Q1)



资料来源: wind、平安证券研究所

图表32 上市银行 16 年 RWA 实际增速 vs 内生增速



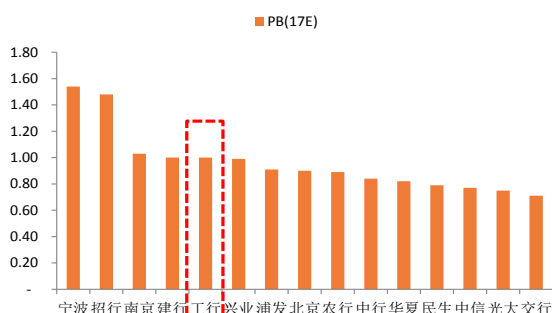
资料来源: wind、平安证券研究所

五、投资建议

5.1 估值合理股息较高，二季度基金持仓量提升

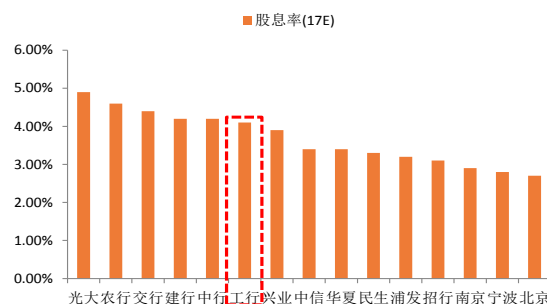
目前银行板块估值虽有提升，但仍然在 1PB 以下，估值仍处历史较低水平。工行目前股价对应的 PB 估值 1x，估值较为合理。股息率为 4.1%，在上市银行中处于较高水平。

图表33 上市银行中工行估值位于中位



资料来源: wind、平安证券研究所

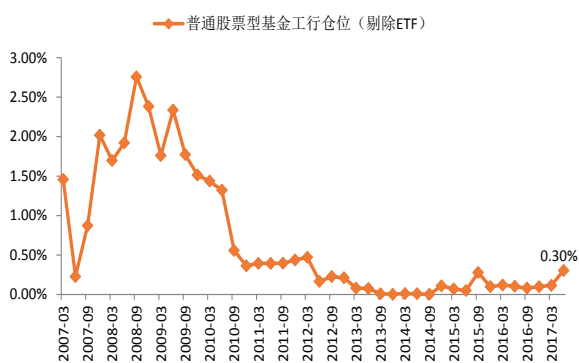
图表34 工行股息率较高 (17E)



资料来源: wind、平安证券研究所

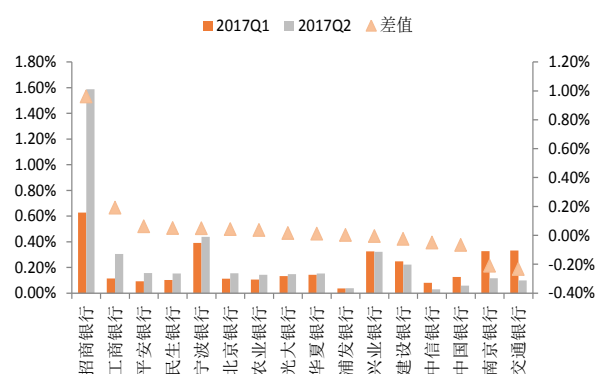
随着投资风格的转换，作为第一大行，17 年二季度以来基金公司对工行加仓明显。根据基金公司二季度年报数据，二季度末工行持仓量为 0.3%，较一季度提升 0.2 个百分点。对比各上市银行，工行是仅次于招行的第二大仓位增加的银行。

图表35 二季度工行基金持仓量提升



资料来源: wind、平安证券研究所

图表36 二季度各上市银行基金持仓量对比



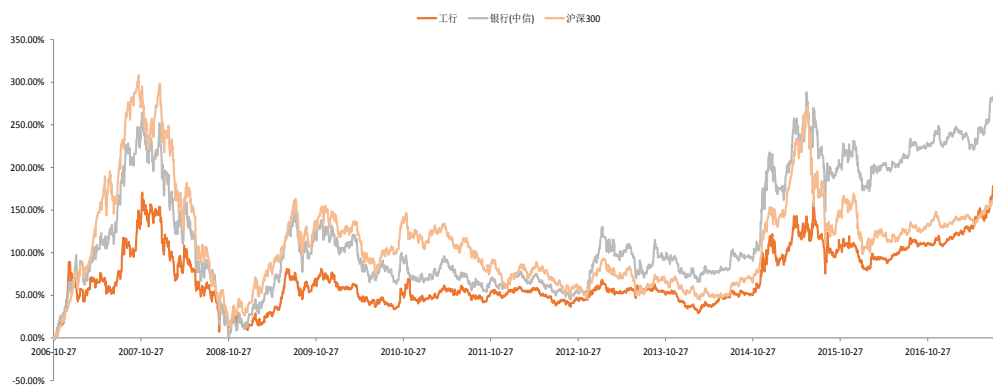
资料来源: wind、平安证券研究所

5.2 工行股价表现较优，长期投资价值凸显

以 06 年 10 月 27 日 A 股上市为起始日，截止至 17 年 8 月 23 日，工行累计上涨 191%，领先同期沪深 300 指数涨幅 29.6 个百分点。值得一提的是，历史上来看除了在上市初期，工行的期间涨幅一直低于沪深 300 指数，但从 17 年 7 月份开始工行表现逐渐超越沪深 300 指数。我们认为随着监管

趋严下大行优势的凸显、市场机构投资者占比的逐渐增加、A 股纳入 M S C I 等因素的影响，工行的投资价值将更加凸显。

图表37 工行上市以来股价走势图



数据来源: wind、平安证券研究所

5.3 投资建议：维持“强烈推荐”评级

17 年金融去杠杆和监管趋严的背景下行业竞争格局面临重塑，经营稳健、吸存能力强的大行优势凸显。零售业务的发展需要精耕细作，但一旦建立“护城河”优势，银行就会长期受益于稳定的业绩贡献。工行在多项零售业务已经斩获领先优势，并且积极打造“E-ICBC”互联网金融体系，未来线下网点优势与线上拓展进一步融合，零售业务将在工行扮演越来越重要的角色。另外，工行长期以来经营稳健，有效抵御了监管趋严对部分业务的冲击，叠加基本面边际改善、估值较低、股息率较高等因素，工行的投资价值进一步提升。我们维持工行 17/18 年净利润增速 1.9%/3.9% 的预测，目前股价对应 17/18 年 PB 为 1x/0.91x，PE 为 7.36x/7.08x，维持公司“强烈推荐”评级。

图表38 工行估值模型

	2015A	2016	2017E	2018E	2019E		2015A	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标 (RMB)						经营管理 (%)					
EPS (摊薄/元)	0.78	0.78	0.80	0.83	0.85	贷款增长率	8.2%	9.4%	10.0%	8.0%	8.0%
BVPS (摊薄/元)	4.80	5.29	5.84	6.42	7.02	生息资产增长率	7.4%	8.2%	9.9%	7.6%	7.6%
每股股利	0.23	0.23	0.24	0.25	0.26	总资产增长率	7.8%	8.7%	8.7%	7.6%	7.6%
分红率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	存款增长率	5.8%	8.3%	7.0%	7.0%	7.0%
资产负债表 (Rmb mn)						付息负债增长率	9.1%	7.3%	7.1%	7.1%	7.2%
贷款总额	11,933,470	13,056,845	14,362,529	15,511,532	16,752,454	净利息收入增长率	2.9%	-7.1%	7.0%	6.1%	5.0%
证券投资	5,088,833	5,575,626	6,300,457	6,804,494	7,348,853	手续费及佣金净收入增	8.2%	1.1%	2.0%	2.0%	2.0%
应收金融资产的款项	1,680,126	1,553,100	1,630,755	1,712,293	1,797,907	营业收入增长率	5.5%	-3.9%	5.2%	5.0%	4.2%
生息资产总额	21,481,404	23,246,848	25,556,677	27,494,360	29,585,204	拨备前利润增长率	7.6%	0.2%	8.8%	5.1%	4.3%
资产合计	22,209,780	24,137,265	26,246,707	28,236,708	30,384,005	税前利润增长率	0.4%	0.0%	1.9%	3.9%	3.0%
客户存款	16,465,291	17,825,302	19,073,073	20,408,188	21,836,761	净利润增长率	0.5%	0.4%	1.9%	3.9%	3.0%
计息负债总额	19,375,174	20,789,889	22,272,259	23,863,086	25,570,386	非息收入占比	21.5%	22.6%	21.9%	21.3%	20.9%
负债合计	20,409,261	22,156,102	24,065,998	25,848,705	27,782,409	成本收入比	26.7%	27.3%	26.6%	26.5%	26.4%
股本	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407	信贷成本	0.76%	0.70%	0.88%	0.88%	0.88%
股东权益合计	1,789,474	1,969,751	2,168,147	2,374,247	2,586,610	所得税率	23.5%	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%
利润表 (Rmb mn)						盈利能力 (%)					
净利息收入	507,867	471,846	504,750	535,617	562,234	NIM	2.47%	2.16%	2.10%	2.05%	2.00%
净手续费及佣金收入	143,391	144,973	147,872	150,830	153,847	拨备前 ROAA	2.10%	1.95%	1.95%	1.89%	1.84%
营业收入	666,671	640,684	674,101	707,925	737,559	拨备前 ROAE	27.1%	24.0%	23.7%	22.7%	21.7%
营业税金及附加	-42,320	-17,319	-6,741	-7,079	-7,376	ROAA	1.29%	1.20%	1.13%	1.08%	1.04%
拨备前利润	450,228	451,173	491,013	516,210	538,432	ROAE	16.7%	15.5%	14.3%	13.5%	12.7%
计提拨备	-86,993	-87,894	-120,919	-131,745	-142,284	流动性 (%)					
税前利润	363,235	363,279	370,094	384,465	396,147	分红率	30.0%	30.01%	30.01%	30.01%	30.01%
净利润	277,131	278,249	283,469	294,476	303,424	贷存比	72.5%	73.25%	75.30%	76.01%	76.72%
资产质量						贷款/总资产	53.7%	54.09%	54.72%	54.93%	55.14%
NPL ratio	1.50%	1.62%	1.53%	1.55%	1.55%	债券投资/总资产	22.9%	23.10%	24.00%	24.10%	24.19%
NPLs	179,518	211,801	219,747	240,429	259,663	银行同业/总资产	7.6%	6.43%	6.21%	6.06%	5.92%
拨备覆盖率	156%	137%	147%	154%	161%	资本状况					
拨贷比	2.35%	2.21%	2.24%	2.39%	2.50%	核心一级资本充足率2	12.87%	12.87%	13.09%	13.38%	13.59%
一般准备/风险加权资产	2.12%	1.99%	2.04%	2.17%	2.28%	资本充足率	15.22%	14.61%	14.69%	14.86%	14.97%
不良贷款生成率	1.04%	0.89%	0.70%	0.70%	0.70%	加权风险资产—股法	13,216,687	14,564,617	15,837,471	17,038,253	18,333,949
不良贷款核销率	-0.56%	-0.63%	-0.64%	-0.56%	-0.58%	% RWA/总资产	59.5%	60.3%	60.3%	60.3%	60.3%

数据来源: wind、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股份有限公司（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他人。
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。
平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
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	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街 中心北楼 15 层 邮编：100033