

工商银行 (601398.SH) 银行业

评级：增持 维持评级

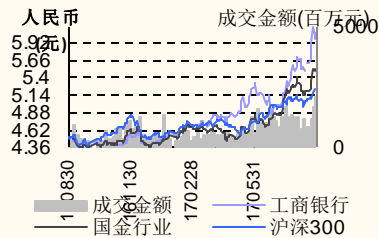
公司点评

市场价格 (人民币): 5.97 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

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) | 2,127,745.35 |
| 年内股价最高最低(元) | 6.16/4.37 |
| 沪深 300 指数 | 3834.30 |
| 上证指数 | 3363.63 |



相关报告

1. 《业绩略低于预期：未来看拨备前利润的提升——工商银行 2016 年...》，2017.3.31
2. 《工商银行公司研究报告：大零售战略成绩斐然：等待确认资产质量改...》，2017.3.6

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

田维韦 联系人
(8621)61357479
tianweiwei@gjzq.com.cn

2 季度净息差回升；拨备前利润增速恢复下拨备计提力度提升

公司基本情况(人民币)

| (百万元) | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 658892 | 697647 | 675891 | 723051 | 790149 |
| (+/-) | 11.7% | 5.9% | -3.1% | 7.0% | 9.3% |
| 净利润 | 275,811 | 277,131 | 278,249 | 281,691 | 288,463 |
| (+/-) | 5.0% | 0.5% | 0.4% | 1.2% | 2.4% |
| 每股收益 (元) | 0.78 | 0.78 | 0.78 | 0.79 | 0.81 |
| 每股净资产 (元) | 4.23 | 4.80 | 5.29 | 5.83 | 6.38 |
| P/E | 7.6 | 7.6 | 7.6 | 7.6 | 7.4 |
| P/B | 1.41 | 1.24 | 1.13 | 1.02 | 0.94 |

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- **公司公布 2017 年半年报。**上半年公司实现归母净利润 1529.95 亿元，同比增长 1.85%，其中 2 季度同比增 2.33%；上半年实现营收 3621.51 亿元，同比增长 1.25%。期末总资产余额 25.51 万亿元，较年初增长 5.70%；上半年公司年化加权平均净资产收益率为 15.69%，环比下降 1.14 个百分点。期末不良率 1.57%，环比 1 季度末下降 2bps；期末拨备覆盖率 145.81%，较 1 季度末提高 4.3 个百分点。

点评

- **2 季度公司净利息收入增速大幅提升；拨备前利润增速恢复下拨备计提力度加大。**公司上半年净利润同比增 1.85%，其中 2 季度净利润同比增 2.33%，增速环比 1 季度提升 1 个百分点。2 季度营收转为正增长，同比增 5.40% (VS 1 季度下降 2.25%)；主要是净利息收入增速提升较大，2 季度公司净利息收入同比增 11.68%，较 1 季度提升了 9 个百分点；主要得益于净息差企稳回升，2 季度我们测算的公司净息差为 2.11%，环比提升 6bps(1 季度收窄 3bps)。上半年公司非息收入下降 9.86%，其中 2 季度下降 9.60%；手续费及佣金净收入上半年下降 6.17%，主要是个人理财及私人银行、对公理财和投资银行业务手续费分别下降了 17%、9%和 10%。公司拨备覆盖率一直处于监管红线之下，因此在业绩向好的情况下，公司加大了拨备计提，上半年计提拨备同比增 38.06%，其中 2 季度计提拨备同比增 43.69%；期末公司拨备覆盖率 145.81%，较 1 季度末提高 4.3 个百分点。期末拨贷比为 2.28%，环比提升 4bps。目前公司拨备覆盖率仍不满足监管要求，未来在业绩向好的情况下公司将持续加大拨备计提。
- **上半年传统存贷业务增长较好，2 季度压缩同业负债；净息差环比回升。**公司上半年总资产规模扩张 5.7%，其中贷款扩张 6.20%，增长较好。2 季度公司同业资产大幅扩张 15.66%，主要是前期持续压缩较快的买入返售金融资产扩张了 50.5%，投资类资产在 2 季度收缩了 1.91%。负债端，上半年存款扩张 6.71%，存款扩张较好；上半年公司持续压缩同业负债，上半年同业负债整体收缩 4.19%；另外，2 季度公司发行债务有所提升，2 季度发行债

务增长 10.26% (VS1 季度扩张 4.65%)。我们测算的 2 季度公司净息差为 2.11%，环比提升 6bps，主要来自资产端收益率提升的贡献，环比提升 8bps(VS1 季度下降 4 bps)。

- **不良率下行；2 季度不良处置力度提升，同时关注和逾期双降。**期末公司不良率 1.57%，环比 1 季度末下降 2bps；我们测算的 2 季度单季年化不良生成率 0.59%，同比和环比分别下降 9bps 和 3bps。同时，期末不良/逾期 90+ 比例为 111%，较年初提高了 1.9 个百分点，不良确认持续加强。另外公司 2 季度加大不良处置，较一季度多处置 16 亿。公司关注贷款和逾期贷款双降，期末公司关注类贷款余额下降 7.3%，关注类贷款比例下降了 57BP 至 3.90%；期末公司逾期贷款余额下降 10.8%，逾期贷款率较期初下降了 43bps 至 2.23%；公司不良压力减轻。

投资建议和盈利预测

- 公司上半年整体业绩略超我们的预期，主要是净息差走阔带来净利息收入增速大幅提升；公司资产质量持续改善，拨备覆盖率处于上行通道。考虑到资产质量压力的减轻我们小幅提升盈利预测，我们预计 2017 年公司业绩同比增长 1.2%，目前对应 2017 年 PB 为 1.02 倍，维持公司增持的投资评级。

风险提示：经济长期低迷，信用风险持续高发；公司的经营风险等。

附录：三张报表预测摘要

| 利润表 | | | | | | 指标和估值 | | | | | |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 百万元 | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 百万元：元 | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
| 平均生息资产 | 19,351,191 | 20,923,297 | 22,564,310 | 24,526,151 | 26,832,797 | ROAA (%) | 1.40 | 1.29 | 1.20 | 1.12 | 1.05 |
| 净息差 | 2.66 | 2.47 | 2.16 | 2.13 | 2.16 | ROAE (%) | 19.67 | 16.69 | 14.80 | 13.63 | 12.76 |
| 利息收入 | 849,879 | 871,779 | 791,480 | 893,863 | 1,026,091 | 每股净资产 | 4.23 | 4.80 | 5.29 | 5.83 | 6.38 |
| 利息支出 | 356,357 | 363,912 | 319,634 | 385,131 | 461,129 | EPS | 0.78 | 0.78 | 0.78 | 0.79 | 0.81 |
| 净利息收入 | 493,522 | 507,867 | 471,846 | 508,732 | 564,962 | 股利 | 91026 | 83150 | 83506 | 84539 | 86571 |
| 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 | 144,973 | 155,247 | 166,114 | 股息支付率 | 33 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 交易性收入 | 9,273 | 15,099 | 17,392 | 17,392 | 17,392 | 发行股份 | 353495 | 356407 | 356407 | 356407 | 356407 |
| 其他收入 | 23,600 | 31,290 | 41,680 | 41,680 | 41,680 | | | | | | |
| 非息总收入 | 165,370 | 189,780 | 204,045 | 214,319 | 225,186 | | | | | | |
| 非息费用 | | | | | | 业绩数据 | | | | | |
| 业务管理费 | 176,261 | 177,823 | 175,156 | 182,089 | 199,009 | 增长率 (%) | | | | | |
| 其他费用 | 24,939 | 30,976 | 35,207 | 40,488 | 48,586 | 净利息收入 | 11.3 | 2.9 | (7.1) | 7.8 | 11.1 |
| 营业税金及附加 | 41,351 | 42,320 | 17,319 | 22,931 | 26,121 | 非利息收入 | 13.0 | 14.8 | 7.5 | 5.0 | 5.1 |
| 非息总费用 | 242,551 | 251,119 | 227,682 | 245,508 | 273,717 | 非利息费用 | 13.2 | 3.5 | (9.3) | 7.8 | 11.5 |
| 税前利润 | 361,612 | 363,235 | 363,279 | 371,170 | 377,934 | 净利润 | 5.0 | 0.5 | 0.4 | 1.2 | 2.4 |
| 所得税 | 85,326 | 85,515 | 84,173 | 89,479 | 89,471 | 平均生息资产 | 8.4 | 8.1 | 7.8 | 8.7 | 9.4 |
| 净利润 | 275,811 | 277,131 | 278,249 | 281,691 | 288,463 | 总付息负债 | 8.0 | 8.1 | 8.3 | 9.5 | 10.0 |
| | | | | | | 风险加权资产 | 15.3 | 11.0 | 5.7 | 8.8 | 9.9 |
| | | | | | | | | | | | |
| 资产负债表数据 | | | | | | 营业收入分解 (%) | | | | | |
| 总资产 | 20,609,953 | 22,209,780 | 24,137,265 | 26,301,443 | 28,765,633 | 净利息收入占比 | 74.9 | 72.8 | 69.8 | 70.4 | 71.5 |
| 贷款总额 | 11,026,331 | 11,933,466 | 13,056,846 | 14,311,954 | 15,731,616 | 佣金手续费收入占比 | 20.1 | 20.6 | 21.4 | 21.5 | 21.0 |
| 客户存款 | 15,556,601 | 16,281,939 | 17,825,302 | 19,251,326 | 20,887,689 | | | | | | |
| 其他付息负债 | 2,200,417 | 2,909,883 | 2,964,587 | 3,509,945 | 4,140,237 | 营业效率 (%) | | | | | |
| 股东权益 | 1,530,859 | 1,789,474 | 1,969,751 | 2,162,547 | 2,360,082 | 成本收入比 | 26.8 | 25.5 | 25.9 | 25.2 | 25.2 |
| | | | | | | | | | | | |
| 资产质量 | | | | | | 流动性 (%) | | | | | |
| 不良贷款 | 124,497 | 179,518 | 211,801 | 232,592 | 255,741 | 贷款占生息资产比 | 54.1 | 54.9 | 55.4 | 55.8 | 56.0 |
| 不良率 | 1.13 | 1.50 | 1.62 | 1.63 | 1.63 | 期末存贷比 | 70.9 | 73.3 | 73.2 | 74.3 | 75.3 |
| 贷款损失拨备 | 257,581 | 280,654 | 289,512 | 323,303 | 396,399 | | | | | | |
| 拨备覆盖率 | 207 | 156 | 137 | 139 | 155 | 资本 (%) | | | | | |
| 拨贷比 | 2.34 | 2.35 | 2.22 | 2.26 | 2.52 | 核心一级资本充足率 | 11.9 | 12.9 | 12.9 | 13.1 | 13.4 |
| | | | | | | 一级资本充足率 | 12.2 | 13.5 | 13.4 | 13.6 | 13.8 |
| 信用成本 | 56,267 | 86,022 | 86,138 | 109,338 | 141,463 | 资本充足率 | 14.5 | 15.2 | 14.6 | 14.7 | 15.0 |
| 信用成本 (%) | 0.54 | 0.75 | 0.69 | 0.80 | 0.94 | | | | | | |

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 | 3 | 7 | 7 | 7 |
| 增持 | 2 | 4 | 6 | 7 | 9 |
| 中性 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 2.00 | 1.75 | 1.57 | 1.60 | 1.65 |

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作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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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