分析师：刘冉
执业证书编号：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50588666-8036
研究助理：王鸿行
wanghx@ccnew.com 021-50588666-8041

发展韧性优势凸显，效益与质量双改善

——工商银行(601398)中报点评

证券研究报告-中报点评 **增持（首次）**

发布日期：2017 年 09 月 04 日

市场数据(2017-09-01)

收盘价(元)	5.79
一年内最高/最低(元)	6.18/4.35
沪深 300 指数	3830.54
市净率(倍)	1.05
总市值（亿元）	20,635.92
流通市值(亿元)	15,610.55

基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	5.42
总资产(亿元)	255,140.46
所有者权益(亿元)	20,182.95
净资产收益率(%)	15.69
总股本(亿股)	3,564.06
H 股(亿股)	867.94

个股相对沪深 300 指数表现

资料来源：贝格数据，中原证券

相关报告

联系人：李琳琳
电话： 021-50588666-8045
传真： 021-50587779
地址： 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼
邮编： 200122

投资要点：

事件：工商银行于 2017 年 8 月 30 日公布 2017 年半年度报告。

- **净利润增速延续 17 年一季度以来的回升态势。**17 年上半年，公司营业收入与净利润分别为 3621.51 与 1536.87 亿元，分别同比增长 1.25%与 2.01%。营业收入与净利润均延续 17 年一季度以来的回升态势。其中，净利润增速较 16 年与 17 年一季度分别回升 1.51 与 0.51 个百分点，为 15 年一季度以来最高值。公司净利润增速回升主要原因是：利息净收入在资产规模扩张及净息差企稳回升的双重驱动下实现 7.1%的较快增长。

- **利息净收入较快增长，但手续费及佣金净收入下降。**17 年上半年，公司净利息收入同比增长 7.1%，分别较 16 年与 17 年一季度提升 14.19 与 4.44 个百分点，占营业收入比重为 69.29%。收入端，贷款与投资利息收入主要在规模增长驱动下分别增长 2.7%与 3.7%；存放央行款项利息收入主要因客户存款增长致法定存款准备金规模增加而增长 5.9%；存放与拆放同业利息收入主要因平均收益率上升 104bps 而增长 74.9%。支出端，存款利息支出主要因重定价及存款期限结构变化影响下平均付息率下降 17bps 而下降 1.7%；同业存放与拆入利息支出主要因市场利率上行环境下平均付息率上升 53bps 而增长 33.6%；发行债券利息支出因发行规模扩大而增长 13.1%。营业收入中，公司手续费及佣金净收入与其他非息收益分别下降 6.2%与 17.1%，合计占营业收入的比重为 30.7%。其中，手续费及佣金收入下降的主要原因是：公司主动降费让利的同时，代销、投行、对公理财及托管等业务收入受市场及监管等多重影响较快下降；其他非息收益下降的主要原因是：投资收益、公允价值变动收益与汇兑收益下降及工银安盛再保合约分出保费收入增加。

- **拨备计提力度加大，风险抵补水平改善。**17 年上半年，公司计提各类资产减值损失 613.43 亿元，同比增长 38.1%。其中，计提贷款减值损失 610.01 亿元，同比增长 39%。受益于此，公司拨备覆盖率与贷款拨备率分别较 16 年底提高 9.12 与 0.06 个百分点至 145.81%与 2.28%，风险抵补水平明显改善。拨备计提力度加大也造成拨备前利润增长率与净利润增长率之间的较大差异：17 年上半年公司拨备前利润同比增长 7.7%，较净利润增速高出 5.7 个百分点。

- **资产质量向好趋势较为明显。**17 年 6 月底，公司不良贷款率为 1.57%，较 16 年末下降 0.05 百分点，主要因水利、环境及公共设施管理业、批发零售业、房地产、采矿业、建筑业等行业不良率明

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

显下降。先行指标关注类贷款占比为 3.90%，较 16 年末下降 0.57 个百分点。17 年上半年，贷款迁徙率全面下降，正常类、关注类、次级类与可疑类贷款迁徙率分别为 1.2%、12.3%、29.6%与 2.1%，分别 16 年末分别下降 2.2、11.2、7.2 与 5.3 个百分点。公司贷款不良率、关注类贷款占比及贷款迁徙率下降意味着资产质量向好趋势较为明显。

- **净息差有回升趋势。**17 年上半年，公司净息差为 2.16%，与 16 年持平,较 17 年一季度回升 4bps。下半年，随着营改增价税分离影响的淡出，净息差有望继续延续稳中向好的态势。公司净利息收入占比在四大行中仅次于农行，因此净息差改善对公司营业收入增速改善作用相对大部分银行更加明显。

- **龙头地位牢固，发展韧性优势凸显。**公司为银行业龙头公司，资产及利润规模均保持行业内第一。公司业务多元，客户基础扎实，经营稳健，发展过程中始终坚持服务实体经济的理念，这与国家未来金融工作思路高度契合。同时，公司传统业务占比较大，受监管趋严的负面影响相对较少。在宏观经济向好及监管趋严的环境下，公司发展韧性优势凸显，存款、公司贷款规模增速均快于行业平均水平，利息净收入增速位列四大行之首。得益于此，公司上半年盈利改善明显。预计下半年公司业绩随公司基本面企稳而不断改善。

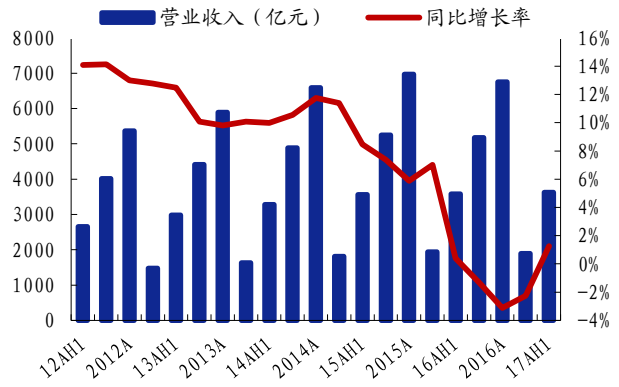
- **首次给予“增持”评级。**预计公司 17-18 年的 BVPS 为 5.97 与 6.64 元,按 9 月 1 日 5.79 元的收盘价计算,对应 PB 分别为 0.97 与 0.87 倍。目前公司 1.05 倍 PB(LF)接近行业平均水平，首次覆盖给予“增持”投资评级。

风险提示：经济增长不及预期、系统性风险、金融监管超预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	697,647	675,891	711,953	739,189	767,673
增长比率	5.88%	-3.12%	5.34%	3.83%	3.85%
净利润(百万元)	277,720	279,106	290,775	302,716	316,590
增长比率	0.52%	0.50%	4.18%	4.11%	4.58%
BVPS(元)	5.02	5.53	5.97	6.64	7.34
市净率(倍)	1.15	1.05	0.97	0.87	0.79

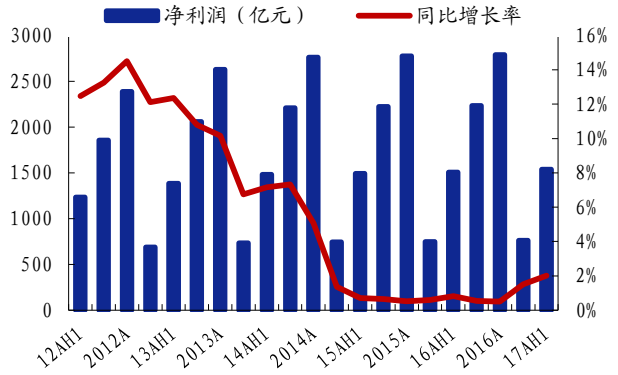
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1：2012-17 年公司营业收入及增长率



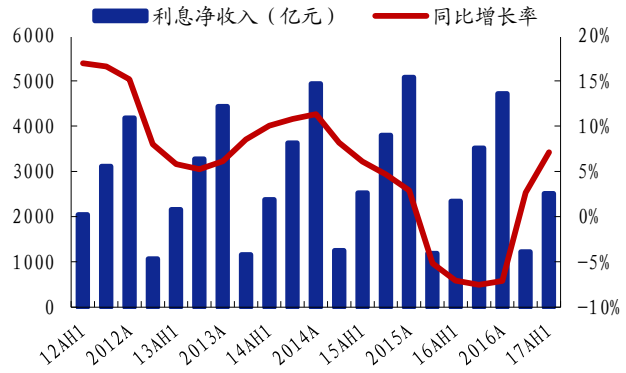
资料来源：WIND,中原证券

图 2：2012-17 年公司净利润及增长率



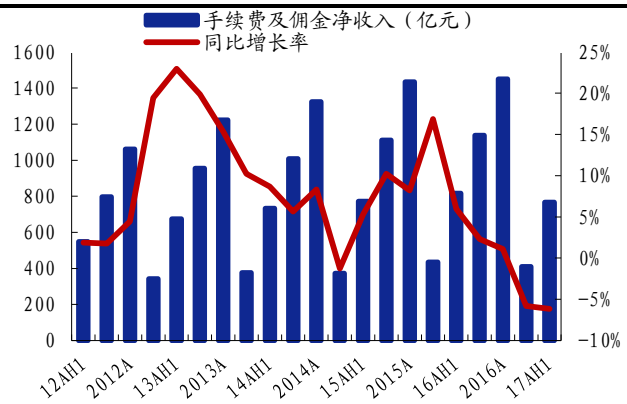
资料来源：WIND,中原证券

图 3：2012-17 年公司利息净收入及增长率



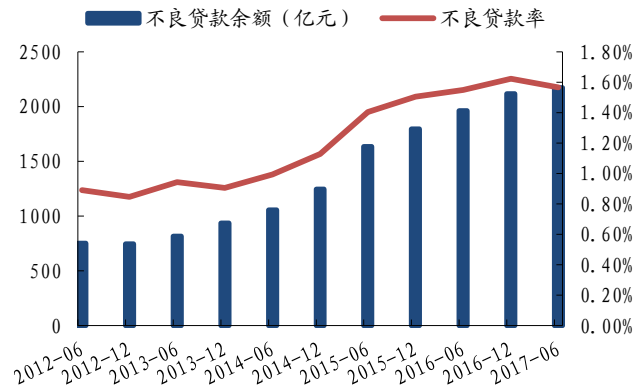
资料来源：WIND,中原证券

图 4：2012-17 年公司手续费及佣金净收入及增长率



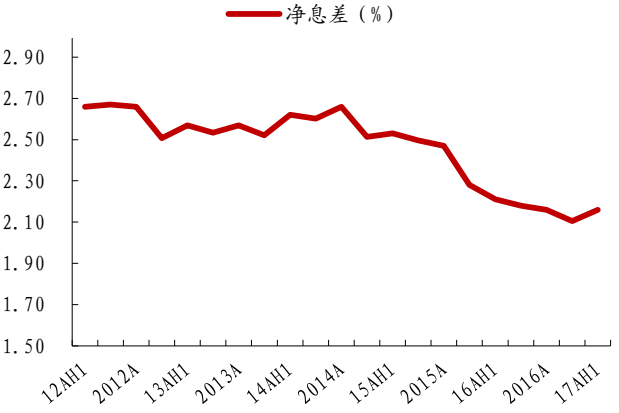
资料来源：WIND,中原证券

图 5：2012-17 年公司不良贷款余额及不良贷款率



资料来源：WIND,中原证券

图 6：2012-17 年公司净息差



资料来源：WIND,中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
现金及存放央行	3,059,633	3,350,788	3,635,879	3,773,073	3,861,438
同业资产	1,680,126	1,553,100	1,845,147	1,914,771	1,959,614
证券投资	5,009,963	5,481,174	5,613,470	6,350,256	5,256,764
贷款总额	11,933,466	13,056,846	14,276,859	14,692,567	15,584,079
贷款损失准备	280,654	289,512	342,317	441,022	552,403
贷款净额	11,652,812	12,767,334	13,934,542	14,251,545	15,031,675
生息资产总额	21,683,188	23,441,908	25,371,355	26,730,667	26,661,895
总资产	22,209,780	24,137,265	26,192,933	27,587,712	27,566,157
同业负债	2,603,051	2,606,105	2,704,217	2,920,008	1,942,218
存款	16,281,939	17,825,302	19,521,058	20,257,656	20,732,087
应付债券	306,622	357,937	413,016	413,016	413,016
付息负债	19,191,612	20,789,344	22,638,292	23,590,680	23,087,321
总负债	20,409,261	22,156,102	24,053,064	25,206,954	24,933,797
少数股东权益	11,045	11,412	12,774	14,059	15,729
母公司所有者权益	1,789,474	1,969,751	2,127,096	2,366,699	2,616,631

利润表（百万）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
利息收入	**871,779**	**791,480**	**859,074**	**907,210**	**937,603**
利息支出	363,912	319,634	343,928	360,447	365,337
利息净收入	507,867	471,846	515,145	546,763	572,266
手续费净收入	143,391	144,973	136,299	132,291	127,614
其他非息收入	46,389	59,072	35,062	60,135	67,793
营业收入	697,647	675,891	711,953	739,189	767,673
营业费用与税金	220,143	192,475	181,667	181,114	179,016
资产减值损失	86,993	87,894	121,147	166,704	179,382
营业利润	359,535	360,315	374,911	391,370	409,276
营业外收支净额	3,700	2,964	1,136	0	0
利润总额	363,235	363,279	376,047	391,370	409,276
所得税	85,515	84,173	85,273	88,654	92,686
净利润	277,720	279,106	290,775	302,716	316,590
母公司所有者利润	277,131	278,249	289,539	301,110	314,502

每股指标与估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
EPS（摊薄）	0.79	0.78	0.81	0.84	0.88
BVPS	5.02	5.53	5.97	6.64	7.34
P/E	7.34	7.42	7.13	6.85	6.56
P/B	1.15	1.05	0.97	0.87	0.79

盈利能力	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
ROAA	1.30%	1.20%	1.16%	1.13%	1.15%
ROAE	16.69%	14.76%	14.13%	13.40%	12.62%
净利差（SPREAD）	2.15%	1.90%	1.92%	1.91%	1.91%
净息差（NIM）	2.38%	2.08%	2.09%	2.09%	2.11%
信贷成本	0.75%	0.70%	0.88%	1.15%	1.19%
成本收入比	25.49%	25.91%	24.38%	23.30%	22.27%
所得税有效税率	23.54%	23.17%	22.68%	22.65%	22.65%

资产质量	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
不良贷款率	1.50%	1.62%	1.56%	1.55%	1.51%
不良贷款净生成率	0.48%	0.26%	0.08%	0.03%	0.05%
拨备覆盖率	156.34%	136.69%	153.67%	193.68%	234.61%
拨备/贷款总额	2.35%	2.22%	2.40%	3.00%	3.54%

资本	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
资本充足率	15.22%	14.61%	14.84%	15.59%	17.19%
核心资本充足率	12.87%	12.87%	13.58%	14.36%	15.91%
杠杆倍数	12.34	12.18	12.22	11.57	10.45

业绩增长率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
利息净收入	2.91%	-7.09%	9.18%	6.14%	4.66%
营业收入	5.88%	-3.12%	5.34%	3.83%	3.85%
拨备前利润	7.25%	0.38%	10.68%	12.50%	5.48%
净利润	0.52%	0.50%	4.18%	4.11%	4.58%

资料来源：中原证券

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：　未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；

增持：　未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；

观望：　未来6个月内公司相对大盘涨幅－5％至5％；

卖出：　未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。