

2017年10月31日

工商银行 (601398.SH)

## 工商银行：零售恒强息差再升，资产质量持续改善

■事件<sup>1</sup>：2017年1-9月，公司营业收入5,358亿元，同比增长3.5%；总资产257,648亿元，比上年末增加16,275.33亿元，增长6.7%。净利润2291亿元，同比增长2.5%；净息差环比上升1bp。公司核心预期差：

(1) 利息收入增长强劲。受贷款规模增加影响工商银行3季度净利息收入同比增长11.7%，高于我们的预期。(2) 负债结构优于同业。公司9月末存款占比提升1个百分点至82%，高于其余四家国有银行77%的平均水平，符合我们的预期。

■零售恒强，信贷大增：(1) 零售恒强。工商银行零售业务处于行业领先地位，9月末贷款占资产的比重达53%，1-9月客户贷款和垫款总额比上年末增加8%至14.1万亿元。公司“大零售”战略成效显著，上半年净增个人客户1686万户，助推个人金融资产总额升至13万亿元，各项存款新增突破1.2万亿。公司的零售战略还得益于互联网金融业务快速发展，目前融e行客户已达2.67亿户，融e联信息服务平台客户达9349万户，增长41%。工商银行3季度净利息收入同比增长11.7%，高于上半年5.9%的同比增速，主要是由于前3季度宏观经济的回暖促进贷款规模的增长。(2) 非息收入微降。公司手续费及佣金净收入微降10亿元至310亿，主要受监管政策、债券市场波动以及主动向实体经济让利影响。我们预计随着经济需求逐渐回暖，M2增速将保持在11%，新增人民币贷款同比在13%左右，同时公司科技金融零售客户增速保持在40%以上，将使四季度贷款同比增速保持在5%以上，净利息收入增长在10%左右。

■负债结构优于同业：(1) 负债结构优于同业。公司3季度利息支出同比增长8.5%，主要由于存款利息上浮及负债规模增加。公司1-9月存款比上年末增长8.4%，占负债比重高达82%环比上升1个百分点，其余四家国有银行的存款占比平均为77%，工行对监管政策和货币政策边际收紧的风险抵抗能力处于行业领先地位。(2) 减值损失计提增加。公司1-9月资产减值损失同比大上升40%至896亿元，抵抗不良风险暴露的能力有所提升。我们预计随着监管政策的收紧以及银行业向零售转型的步伐加快，工商银行的存款增速将稳定在8%左右，占负债比重维持在80%以上，负债端优势继续保持。

■加快处置改善资产质量：公司9月末不良率为1.56%，环比下降1bp，主要由于公司通过发行ABS、批量转出以及核销等方法处置不良的进程加快。公司拨备覆盖率为148%比上年末提高11.7个百分点，资本充

<sup>1</sup> 来源：《工商银行2017年3季度报告》

## 公司动态分析

证券研究报告

国有银行

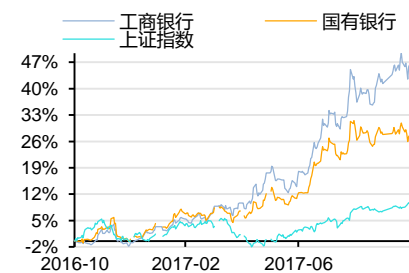
投资评级 **增持-A**  
维持评级

6个月目标价：**7.00元**  
股价(2017-10-30) **6.25元**

### 交易数据

总市值(百万元)	2,227,539.11
流通市值(百万元)	1,685,076.33
总股本(百万股)	356,406.26
流通股本(百万股)	269,612.21
12个月价格区间	4.37/6.34元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.93	8.4	38.15
绝对收益	4.17	12.61	47.37

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004  
zhaohx3@essence.com.cn  
021-35082987

### 相关报告

工商银行：工商银行中报  
点评/赵湘怀 2017-09-04

足率 14.67%，符合监管要求。我们预计随着传统不良处置手段继续实施及今年新成立债转股实施机构利好影响，公司四季度不良率将下降 1-2bps。

■ **投资建议:** 增持-A 投资评级, 6 个月目标价 7.0 元。我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 1.2%、1.6%、1.2%，净利润增速 5.1%、5.5%、5.7%。

■ **风险提示:** 宏观经济风险，利率风险，政策风险

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	697,647	675,891	684001.7	694877.3	703632.8
净利润	277,720	279,106	293535.8	309709.6	327363
每股收益(元)	0.78	0.78	0.82	0.87	0.92
每股净资产(元)	5.05	5.56	5.93	6.66	7.48

盈利和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	8.97	8.97	8.54	8.05	7.61
市净率(倍)	1.39	1.26	1.18	1.05	0.94

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表明细

## 成长能力指标

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	同比增速	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
生息资产	21,402,534	23,152,396	25,781,198	29,074,466	34,320,710	生息资产	27.40%	8.18%	11.35%	12.77%	18.04%
存放央行	3,059,633	3,350,788	3,451,312	3,520,338	3,696,355	存放央行	782.06%	9.52%	3.00%	2.00%	5.00%
同业资产	1,680,126	1,553,100	1,708,410	2,050,092	2,460,110	同业资产	34.28%	-7.56%	10.00%	20.00%	20.00%
证券投资	5,009,963	5,481,174	6,577,409	7,564,020	9,833,226	证券投资	13.01%	9.41%	20.00%	15.00%	30.00%
发放贷款	11,652,812	12,767,334	14,044,067	15,940,016	18,331,019	发放贷款	8.21%	9.56%	10.00%	13.50%	15.00%
资产总额	22,209,780	24,137,265	26,859,871	30,290,928	35,756,672	资产总额	7.76%	8.68%	11.28%	12.77%	18.04%
付息负债	19,191,612	20,789,344	23,229,008	26,206,514	31,065,236	付息负债	8.08%	8.33%	11.74%	12.82%	18.54%
同业负债	2,603,051	2,606,105	2,997,021	3,086,931	3,395,625	同业负债	35.56%	0.12%	15.00%	3.00%	10.00%
吸收存款	16,281,939	17,825,302	19,607,832	21,803,909	24,638,418	吸收存款	4.66%	9.48%	10.00%	11.20%	13.00%
负债总额	20,409,261	22,156,102	24,744,685	27,916,471	33,092,222	负债总额	7.01%	8.56%	11.68%	12.82%	18.54%
股本	356,406	356,406	356,406	356,406	356,406	股本	0.82%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
归母公司权益	1,789,474	1,969,751	2,102,730	2,360,474	2,648,760	归母公司权益	16.89%	15.63%	6.75%	12.26%	12.21%
利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	同比增速	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	697,647	675,891	684001.7	694877.3	703632.8	营业收入	5.88%	-3.12%	1.2%	1.59%	1.26%
净利息收入	507,867	471,846	505347.1	537386.1	571026.4	净利息收入	2.91%	-7.09%	7.1%	6.34%	6.26%
手续费及佣金净收入	143,391	144,973	166,719	183,391	201,730	手续费及佣金净收入	8.22%	1.10%	15.00%	10.00%	10.00%
其他经营净收益	15,413	23,865	31,025	37,229	42,814	其他经营净收益	94.27%	54.84%	30.00%	20.00%	15.00%
拨备前营业支出	251,119	227,682	210,547	229,212	268,632	拨备前营业支出	3.53%	-9.33%	-7.53%	8.86%	17.20%
拨备前营业利润	446,528	448,209	420,259	512,537	613,033	拨备前营业利润	7.25%	0.38%	-6.24%	21.96%	19.61%
当期拨备	86,993	87,894	123,052	178,425	240,874	减: 当期拨备	53.35%	1.04%	40.00%	45.00%	35.00%
营业利润	359,535	360,315	362476.9	363999.3	365418.9	营业利润	-0.02%	0.22%	0.6%	0.42%	0.39%
利润总额	363,235	363,279	363896.6	365752.4	368312.7	税前利润 (利润总额)	0.45%	0.01%	0.17%	0.51%	0.70%
税后净利润	277,720	279,106	293535.8	309709.6	327363	税后净利润	0.52%	0.50%	5.17%	5.51%	5.70%
归属于母公司净利润	277,131	278,249	292495.3	308611.8	323116.6	归属于母公司净利润	0.48%	0.40%	5.12%	5.51%	4.70%
资产质量指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	盈利能力指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
不良贷款率	1.50%	1.62%	1.58%	1.40%	1.30%	非息收入占比	27.20%	30.19%	31.35%	29.74%	27.74%
拨备覆盖率	156.34%	136.69%	150.00%	152.00%	153.00%	净息差	2.30%	2.02%	1.77%	1.90%	2.01%
拨贷比	156.34%	136.69%	192.00%	214.00%	225.00%	成本收入比	25.49%	25.91%	26.00%	24.00%	24.21%

ROAA	1.25%	1.55%	0.90%	0.91%	0.88%
ROAE	15.98%	18.97%	11.33%	11.63%	11.57%
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资本充足指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
资本充足率	15.22%	14.61%	11.60%	11.80%	12.20%	EPS	0.78	0.78	0.82	0.87	0.92
核心资本充足率	13.48%	13.42%	11.00%	11.30%	11.70%	BVPS	5.05	5.56	5.93	6.66	7.48
核心一级资本充足率	8.92%	12.87%	11.00%	11.30%	11.70%	PE	8.97	8.97	8.54	8.05	7.61
杠杆率	7.48%	7.55%	5.54%	5.60%	5.58%	PB	1.39	1.26	1.18	1.05	0.94

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

赵湘怀声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
深圳联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034