



601398.CH

买入

市场价格: 人民币 6.80

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	6.6	5.8	11.8	50.6
相对沪深300指数	10.1	13.7	16.9	36.7

发行股数(百万)	14,950
流通股(%)	100
流通股市值(人民币百万)	1,782,137
3个月日均交易额(人民币百万)	2,098
资本充足率(%)	14.67
主要股东(%)	
中央汇金投资有限责任公司	34.71

资料来源: 公司数据, 彭博及中银证券  
以2018年2月13日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

金融: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

# 工商银行

## 综合化稳步推进, 零售龙头地位稳固

工商银行在综合化平台和科技方面较同业竞争优势明显。近年来公司积极推动“大零售”业务布局, 在客户基数、渠道多样性及产品布局上均具有明显优势。另外, 工商银行在监管趋严背景下受冲击较小, 息差及资产质量表现优于行业, 预计2018年/2019年净利润同比增6.7%/5.7%, 首次覆盖给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- 公司在综合化平台和科技方面较同业竞争优势明显, 有利于业务轻型化转型及盈利质量提升。此外, 公司积极推动“大零售”业务布局, 经过多年深耕, 在零售贷款、理财业务、信用卡贷款等众多领域形成优势, 并且打造“E-ICBC”互联网金融体系, 未来线下网点优势和线上拓展将进一步融合。
- 经营稳健, 负债端存款占比较高(存款占比约为83%), 低成本资金来源稳定。一方面利于工商银行在MPA考核趋严和流动性偏紧的环境下保持规模平稳增长, 抵御来自同业、资管等监管因素冲击; 另一方面作为同业资金主要拆出行, 18年金融市场紧平衡环境下, 公司息差表现有望继续改善。随着公司“大零售”业务布局的不断完善, 公司负债端优势继续保持。
- 资产质量较优, 不良生成压力较小。工行17年3季末不良率为1.56%, 环比下降1BP。我们测算公司17年3季度单季年化不良生成率0.60%, 不良生成率处行业较低水平。公司拨备计提水平有所修复, 已接近监管达标要求, 预计18年在资产质量改善带来拨备计提压力缓释情况下, 公司拨备覆盖率将进一步提升。

### 评级面临的主要风险

- 资产质量下滑超预期。

### 估值

- 我们预计工商银行2018-2019年每股收益分别0.86元、0.90元, 净利润同比增速为6.7%和5.7%, 每股净资产分别为6.45元、7.08元, 目前股价对应2018/19年市盈率为7.8倍/7.4倍, 市净率为1.04倍/0.94倍, 具有提升空间, 首次覆盖给予买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(人民币百万)	666,671	640,684	674,594	728,894	775,715
变动(%)	5.5	(3.9)	5.3	8.0	6.4
净利润(人民币百万)	277,131	278,249	286,133	305,202	322,541
变动(%)	0.5	0.4	2.8	6.7	5.7
净资产收益率(%)	16.7	15.5	14.4	13.9	13.4
每股收益(人民币)	0.78	0.78	0.80	0.86	0.90
市盈率(倍)	8.59	8.56	8.32	7.80	7.38
市净率(倍)	1.39	1.26	1.14	1.04	0.94

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**损益表(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标 (RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	0.78	0.78	0.80	0.86	0.90
BVPS (摊薄/元)	4.80	5.29	5.85	6.45	7.08
每股股利	0.23	0.23	0.24	0.26	0.27
分红率(%)	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
<b>资产负债表 (Rmb bn)</b>					
贷款总额	11,933	13,057	14,232	15,513	16,909
证券投资	5,089	5,576	5,854	6,147	6,454
应收金融机构的款项	1,680	1,553	1,786	1,965	2,063
生息资产总额	21,481	23,247	25,163	27,178	29,189
资产合计	22,210	24,137	26,127	28,219	30,307
客户存款	16,465	17,825	19,251	20,984	22,453
计息负债总额	19,375	20,790	22,451	24,439	26,186
负债合计	20,409	22,156	23,944	25,822	27,682
股本	356	356	356	356	356
股东权益合计	1,789	1,970	2,170	2,384	2,609
<b>利润表 (Rm bn)</b>					
净利息收入	508	472	518	573	617
净手续费及佣金收入	143	145	138	139	142
营业收入	667	641	675	729	776
营业税金及附加	(42)	(17)	(7)	(7)	(8)
拨备前利润	450	451	491	533	568
计提拨备	(87)	(88)	(120)	(137)	(149)
税前利润	363	363	371	396	419
净利润	277	278	286	305	323
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	1.50	1.62	1.53	1.50	1.47
NPLs	180	212	218	233	249
拨备覆盖率(%)	156	137	151	168	184
拨贷比(%)	2.35	2.21	2.31	2.52	2.71
一般准备/风险加权资(%)	2.12	1.99	2.08	2.29	2.51
不良贷款生成率(%)	1.04	0.89	0.64	0.60	0.60
不良贷款核销率(%)	(0.56)	(0.63)	(0.60)	(0.50)	(0.50)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营管理 (%)</b>					
贷款增长率	8.2	9.4	9.0	9.0	9.0
生息资产增长率	7.4	8.2	8.2	8.0	7.4
总资产增长率	7.8	8.7	8.2	8.0	7.4
存款增长率	5.8	8.3	8.0	9.0	7.0
付息负债增长率	9.1	7.3	8.0	8.9	7.2
净利息收入增长率	2.9	(7.1)	9.7	10.6	7.7
手续费及佣金净收入增长	8.2	1.1	(5.0)	1.0	2.0
营业收入增长率	5.5	(3.9)	5.3	8.0	6.4
拨备前利润增长率	7.6	0.2	8.9	8.4	6.5
税前利润增长率	0.4	0.0	2.2	6.7	5.7
净利润增长率	0.5	0.4	2.8	6.7	5.7
非息收入占比	21.5	22.6	20.4	19.1	18.3
成本收入比	26.7	27.3	26.6	26.3	26.2
信贷成本	0.76	0.70	0.88	0.92	0.92
所得税率	23.5	23.2	22.7	22.7	22.7
<b>盈利能力 (%)</b>					
NIM	2.47	2.16	2.19	2.24	2.24
拨备前 ROAA	2.10	1.95	1.96	1.96	1.94
拨备前 ROAE	27.1	24.0	23.7	23.4	22.7
ROAA	1.29	1.20	1.14	1.12	1.10
ROAE	16.7	15.5	14.4	13.9	13.4
<b>流动性 (%)</b>					
分红率	30.0	30.01	30.01	30.01	30.01
贷存比	72.5	73.25	73.93	73.93	75.31
贷款/总资产	53.7	54.09	54.47	54.97	55.79
债券投资/总资产	22.9	23.10	22.41	21.78	21.30
银行同业/总资产	7.6	6.43	6.84	6.96	6.81
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	12.87	12.87	13.16	13.44	13.75
资本充足率	15.22	14.61	14.76	14.92	15.13
加权风险资产-一般法	13,217	14,565	15,765	17,028	18,287
% RWA/总资产(%)	59.5	60.3	60.3	60.3	60.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测