



601398.CH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 5.98

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 盈利能力改善, 拨备基础进一步增厚

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(3.5)	(14.7)	(1.2)	31.7
相对沪深300指数	(0.6)	(10.8)	0.8	19.2

发行股数(百万)	14,950
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	1,612,281
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,331
资本充足率(%)	12.77
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, 聚源及中银证券
以2018年3月27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

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

盈利能力改善, 拨备基础进一步增厚

工商银行资产负债结构稳健, 受同业、资管监管影响小, 规模扩张增速稳定。公司息差与资产质量均有改善, 盈利能力表现向好, 公司股息率为 3.9%, 高于同业水平。公司的大零售布局不断完善, 客户基础不断夯实, 公司存款成本优势进一步巩固。

支撑评级的要点

- 量价齐升贡献营收增速, 盈利能力持续向好。工行 17 年净利润/营收分别同比增 2.8%/7.5%, 较前三季度提升 0.5 pct/4.0pct, 公司 17 年以来净利润和营收同比增速逐季提升。我们认为公司持续向好的营收增速表现得益于资产规模的稳步扩张以及净息差的走阔。公司拨备前利润较前三季度进一步提升 1.2pct 至 9.1%, 为近三年最高水平。
- 经营稳健, 低成本资金来源稳定。工行资产端规模同比增 8.1%, 增速稳健, 同时稳健的资产负债结构受监管影响小。负债端, 存款占比较年初提升 1.2pct 至 81.7%, 结构上来看, 活期存款占比较年初提升 1pct 至 51.4%。我们认为工行的存款成本优势是息差走阔的重要因素, 17 年净息差为 2.22%, 较 16 年提升 6bps, 期末期末口径 4 季度单季净息差较 3 季度提升 5bps, 我们认为随着公司“大零售”业务布局的不断完善以及“重点城市行”战略的持续推进, 公司负债端的优势将继续保持。
- 不良前瞻性指标持续改善, 拨备压力进一步缓解。工行资产质量表现持续向好, 17 年末不良率环比 3 季末下降 1bp 至 .55%。公司关注类贷款占比进一步下降 52BP 至 3.95%, 同时逾期 90 天以上贷款/不良贷款较 17 年半年末下降 12pct 至 81%。根据我们测算 4 季度单季年化不良生成率为 0.72%, 绝对值处于较低水平。公司 17 年末覆盖率/拨贷比分别较 3 季末提升 5.7pct/7bps 至 154%/2.39%, 在资产质量向好背景下, 预计 18 年公司拨备覆盖率将进一步提升。据我们测算, 在拨备新规下工行的拨备覆盖率和拨贷比最达标要求居低档, 将有助于提升公司未来业绩释放空间。

评级面临的主要风险

- 监管超预期, 资产质量下滑超预期

估值

- 我们维持工行 18/19 年 EPS 0.86/0.91 元/股的预测, 对应增速 7.6%/5.7%, 对应 18/19 年 PB0.93/0.84x, 维持工行买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币 百万)	640,684	674,799	730,258	777,419	826,207
变动(%)	(3.9)	5.3	8.2	6.5	6.3
净利润(人民币 百万)	278,249	286,049	307,784	325,287	342,893
变动(%)	0.4	2.8	7.6	5.7	5.4
净资产收益率(%)	15.5	14.6	14.3	13.7	13.2
每股收益(人民币)	0.78	0.80	0.86	0.91	0.96
市盈率(倍)	7.66	7.45	6.92	6.55	6.22
市净率(倍)	1.13	1.04	0.94	0.86	0.78

资料来源: 公司数据及中银证券预测

事项

工商银行公布 17 年年报，2017 年净利润同比增长 2.80%。总资产 26.09 万亿元 (+8.08%，YoY；+1.25%，QoQ)。其中贷款+9.01%YoY；+0.98%QoQ；存款+7.86%YoY/-0.53%QoQ。营业收入同比+7.49%，净息差 2.22% (+6bps, YoY)，手续费净收入同比-3.69%。成本收入比 24.46% (-1.45pct, YoY)。不良贷款率 1.55% (-1bps, QoQ)。拨贷比 2.39% (+7bps, QoQ)，拨备覆盖率 154.07% (+5.65pct, QoQ)。公司年化 ROA 1.14% (-6bps, YoY)；年化 ROE 14.35% (-0.89pct, YoY)，公司核心一级资本充足率 12.77%，资本充足率 15.14%。公司分红率为 30.5%，2017 年拟向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 2.41 元（含税），股息率 4.0%。

量价齐升贡献营收增速，盈利能力持续向好

工行 17 年净利润/营收分别同比增 2.8%/7.5%，较前三季度提升 0.5 pct/4.0pct，公司 17 年以来净利润和营收同比增速逐季提升。我们认为公司持续向好的营收增速表现得益于资产规模的稳步扩张以及净息差的走阔。公司拨备前利润增速较前三季度进一步提升 1.0pct 至 9.1%，为近三年最高水平。在资产质量向好背景下，公司进一步增厚其拨备基础，4 季度信贷成本比较 16 年同期提升 0.22pct 至 0.95%，我们认为此举有助于增强公司未来业绩的稳定性。

规模增长稳健，低成本资金来源稳定

工行整体经营稳健，资产端规模同比增 8.1%，增速与去年同期 (8.7%) 相近，具体来看，贷款/证券投资/同业资产分别同比增 8.8%/4.8%/18.1%，我们认为稳健的资产负债结构有助于公司抵御同业、非标业务强监管带来的影响。工行 2017 年同业资产逆势扩张，在 17 年市场资金面紧张背景下，工行受益于资金利率的上行。负债端，存款同比增 7.9%，环比 3 季末下降 0.5%。从负债结构上来看，工行存款占比处于行业前列，17 年末存款占比较年初增 1.2pct 至 81.7%，同时存款结构进一步优化，活期存款占比较年初提升 1pct 至 51.4%。我们认为工行的存款成本优势是息差走阔的重要因素，17 年净息差为 2.22%，较 16 年提升 6bps，期末期末口径测算的 4 季度单季净息差较 3 季度提升 5bps，我们认为随着公司“大零售”业务布局的不断完善以及“重点城市行”战略的持续推进，公司负债端的优势将继续保持。

不良前瞻性指标持续改善，拨备压力进一步缓解

工行资产质量表现持续向好，17 年末不良余额和不良率环比 3 季末分别下降 92 亿元/1bp 至 2210 亿元/1.55%。公司风险前瞻性指标进一步改善，关注类贷款占比进一步下降 52BP 至 3.95%，同时逾期 90 天以上贷款/不良贷款较 17 年半年末下降 12pct 至 81%。根据我们测算 4 季度单季年化不良生成率为 0.72%，同环比分别提升 4bps/11bps，但绝对值处于较低水平。公司 17 年末覆盖率/拨贷比分别较 3 季末提升 5.7pct/7bps 至 154%/2.39%，风险抵御能力进一步增强，在资产质量向好背景下，预计 18 年公司拨备覆盖率将进一步提升。据我们测算，在拨备新规下工行的拨备覆盖率和拨贷比存在调降空间，将有助于提升公司未来业绩弹性。

投资建议：

工商银行资产负债结构稳健，受同业、资管监管影响小，规模扩张增速稳定。公司息差与资产质量均有改善，盈利能力表现向好，公司股息率为 3.9%，高于同业水平。公司的大零售布局不断完善，客户基础不断夯实，公司存款成本优势进一步巩固。我们维持工行 18/19 年 EPS 0.86/0.91 元/股的预测，对应增速 7.6%/5.7%，对应 18/19 年 PB 0.93/0.84x，维持工行买入评级。

风险提示

监管超预期，资产质量下滑超预期。

损益表(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.78	0.8	0.86	0.91	0.96
BVPS (摊薄/元)	5.29	5.73	6.33	6.97	7.64
每股股利	0.23	0.24	0.26	0.27	0.29
分红率(%)	30	30	30	30	30
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	13,057	14,233	15,514	16,911	18,433
证券投资	5,576	5,846	6,138	6,445	6,767
应收金融机构的款项	1,553	1,834	2,018	2,119	2,224
生息资产总额	23,247	25,187	27,204	29,210	31,369
资产合计	24,137	26,087	28,176	30,254	32,490
客户存款	17,825	19,226	20,957	22,424	23,993
计息负债总额	20,790	22,507	24,485	26,222	28,086
负债合计	22,156	23,946	25,818	27,667	29,662
股本	356	356	356	356	356
股东权益合计	1,970	2,127	2,343	2,571	2,811
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	472	522	577	622	668
净手续费及佣金收入	145	140	141	144	147
营业收入	641	675	730	777	826
营业税金及附加	(17)	(7)	(8)	(9)	(9)
拨备前利润	451	492	535	570	606
计提拨备	(88)	(128)	(142)	(155)	(169)
税前利润	363	365	392	415	437
净利润	278	286	308	325	343
资产质量					
NPL ratio(%)	1.62	1.55	1.5	1.47	1.47
NPLs	212	221	233	249	271
拨备覆盖率(%)	137	154	174	193	209
拨贷比(%)	2.21	2.39	2.61	2.83	3.07
一般准备/风险加权资(%)	1.99	2.14	2.36	2.6	2.85
不良贷款生成率(%)	0.89	0.63	0.6	0.6	0.6
不良贷款核销率(%)	(0.63)	(0.56)	(0.52)	(0.50)	(0.47)

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营管理 (%)					
贷款增长率	9.4	9.0	9.0	9.0	9.0
生息资产增长率	8.2	8.3	8.0	7.4	7.4
总资产增长率	8.7	8.1	8.0	7.4	7.4
存款增长率	8.3	7.9	9.0	7.0	7.0
付息负债增长率	7.3	8.3	8.8	7.1	7.1
净利息收入增长率	(7.1)	10.6	10.6	7.7	7.4
手续费及佣金净收入增	1.1	(3.7)	1.0	2.0	2.0
营业收入增长率	(3.9)	5.3	8.2	6.5	6.3
拨备前利润增长率	0.2	9.1	8.6	6.6	6.4
税前利润增长率	0.0	0.4	7.6	5.7	5.4
净利润增长率	0.4	2.8	7.6	5.7	5.4
非息收入占比	22.6	20.7	19.3	18.5	17.8
成本收入比	27.3	26.3	26.0	25.9	25.8
信贷成本	0.70	0.94	0.96	0.96	0.96
所得税率	23.2	21.2	21.2	21.2	21.2
盈利能力 (%)					
NIM	2.16	2.22	2.27	2.27	2.27
拨备前 ROAA	1.95	1.96	1.97	1.95	1.93
拨备前 ROAE	24.0	24.0	23.9	23.2	22.5
ROAA	1.20	1.14	1.13	1.11	1.09
ROAE	15.5	14.6	14.3	13.7	13.2
流动性 (%)					
分红率	30.0	30.00	30.00	30.00	30.00
贷存比	73.2	74.03	74.03	75.41	76.82
贷款/总资产	54.1	54.56	55.06	55.90	56.73
债券投资/总资产	23.1	22.41	21.78	21.30	20.83
银行同业/总资产	6.4	7.03	7.16	7.00	6.85
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	12.87	12.77	13.07	13.41	13.70
资本充足率	14.61	15.14	15.27	15.45	15.60
加权风险资产-一般法	14,565	15,903	17,176	18,443	19,806
% RWA/总资产(%)	60.3	61.0	61.0	61.0	61.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371