

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

# 净息差与资产质量持续改善

## ——工商银行(601398)年报点评

### 证券研究报告-年报点评

### 增持(维持)

市场数据(2018-03-29)

发布日期: 2018年03月30日

收盘价(元)	6.09
一年内最高/最低(元)	7.77
沪深300指数	4.72
市净率(倍)	1.02
总市值(亿元)	21,705.14
流通市值(亿元)	16,419.38

基础数据(2017-12-31)

每股净资产(元)	5.97
总资产(亿元)	260,870.43
所有者权益(亿元)	21,274.91
净资产收益率(%)	14.35
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

- 《工商银行(601398)季报点评: 利息净收入增速持续回升, 资产质量持续改善》 2017-10-31
- 《工商银行(601398)中报点评: 发展韧性优势凸显, 效益与质量双改善》 2017-09-04

联系人: 叶英刚

电话: 021-50588666-8135

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:** 工商银行近日公布2017年度报告。2017年, 公司实现营业收入7265.02亿元, 同比增长7.49%; 净利润2874.51亿元, 同比增长2.99%; 2017年末, 公司不良贷款率为1.55%, 较16年末降低0.07个百分点。

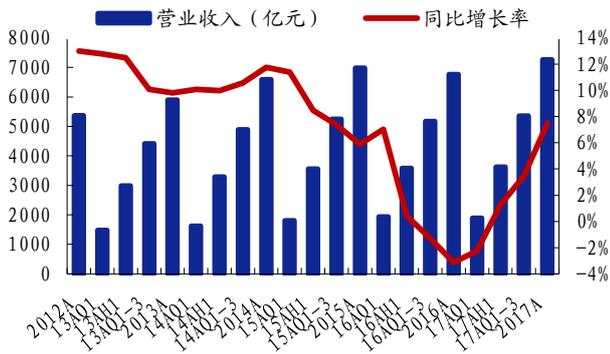
- **利息净收入带动营业收入较快增长。**2017年, 公司营业收入与净利润增速延续17Q1-3回升趋势, 增速分别环比提升4.01与0.48个百分点。营业收入中, 利息净收入同比增长10.65%, 增速环比提升1.32个百分点。利息净收较快增长的主因是生息资产规模平稳增长与净息差企稳回升, 17年末公司生息资产同比增长8.64%, 17年净息差较16年提升6pbs达到2.22%。公司负债成本优势明显, 净息差对短期市场利率波动不敏感, 预计18年净息差企稳回升态势将持续。
- **资产质量平稳改善, 拨备覆盖率提升。**2017年末, 公司不良贷款率为1.55%, 较16年末下降0.07个百分点, 全年维持改善趋势。因不良生成率改善及不良处置力度加大, 预计18年资产质量将继续改善。2017年, 公司计提各类资产损失1277.69亿元, 同比增长45.4%, 拨备覆盖率达到154.07%。根据拨备监管新规, 公司拨备覆盖率监管标准有望降至120%, 未来拨备计提压力将明显减轻。
- **零售业务进一步深化。**2017年末, 公司零售业务税前利润同比增长37.9%。资产端, 零售贷款同比增长17.86%, 占比34.7%, 较16年进一步提升; 负债端, 个人存款同比增长2.9%, 增速保持平稳。
- **维持公司“增持”投资评级。**预计公司18-19年的BVPS分别为6.56与7.18元, 按3月29日6.09元的收盘价计算, 对应PB分别为0.93与0.85倍。目前公司1.02倍PB略高于平均水平, 考虑到公司行基本面改善幅度大于行业平均水平, 维持公司“增持”投资评级。

**风险提示:** 经济增长不及预期、系统性风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	675,891	726,502	761,224	806,375	860,687
增长比率	-3.12%	7.49%	4.78%	5.93%	6.74%
净利润(百万元)	279,106	287,451	302,687	323,717	347,286
增长比率	0.50%	2.99%	5.30%	6.95%	7.28%
BVPS(元)	5.53	5.97	6.56	7.18	7.85
市净率(倍)	1.10	1.02	0.93	0.85	0.78

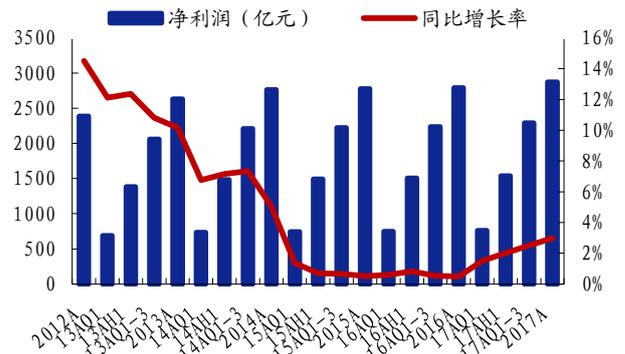
资料来源: 贝格数据, 中原证券

图 1: 2012-17 年公司营业收入及增长率



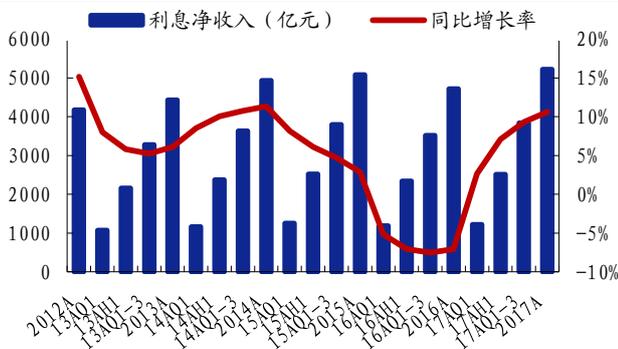
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 2012-17 年公司净利润及增长率



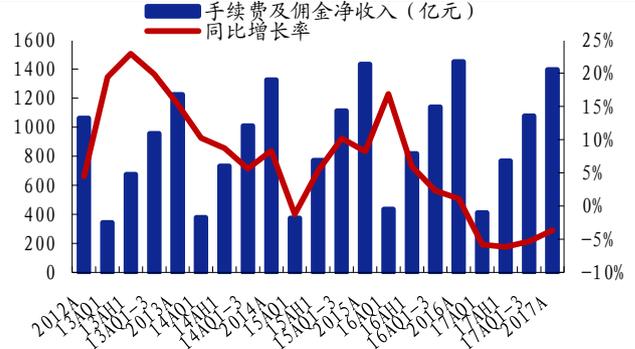
资料来源: Wind, 中原证券

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



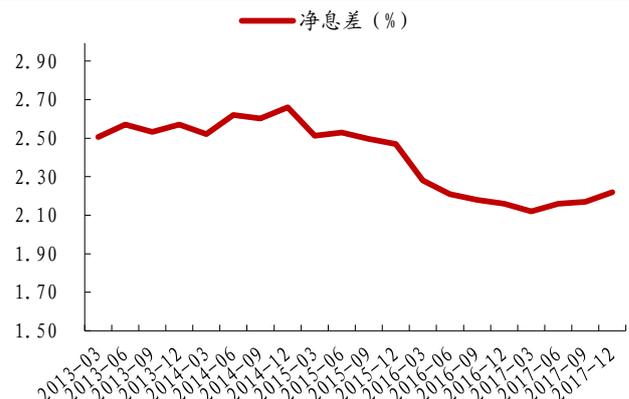
资料来源: Wind, 中原证券

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)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金及存放央行	3,350,788	3,613,872	3,768,592	3,931,492	4,101,433	EPS (摊薄)	0.78	0.80	0.84	0.90	0.97
同业资产	1,553,100	1,834,242	1,912,771	1,995,452	2,081,706	BVPS	5.53	5.97	6.56	7.18	7.85
证券投资	5,481,174	5,756,704	6,043,015	5,388,882	5,679,159	P/E	7.80	7.59	7.21	6.75	6.31
贷款总额	13,056,846	14,233,448	14,921,019	15,953,272	16,723,923	P/B	1.10	1.02	0.93	0.85	0.78
贷款损失准备	289,512	340,482	445,749	565,084	688,587						
贷款净额	12,767,334	13,892,966	14,475,270	15,388,189	16,035,336	<b>盈利能力</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
生息资产总额	23,441,908	25,438,266	26,645,398	27,269,098	28,586,221	ROAA	1.20%	1.14%	1.14%	1.18%	1.22%
总资产	24,137,265	26,087,043	27,244,717	27,760,048	28,966,878	ROAE	14.76%	13.96%	13.48%	13.12%	12.81%
同业负债	2,606,105	2,752,887	3,088,175	2,460,465	2,468,637	净利差 (SPREAD)	1.90%	1.94%	1.95%	1.96%	1.96%
存款	17,825,302	19,226,349	20,049,482	20,916,134	21,820,247	净息差 (NIM)	2.08%	2.12%	2.13%	2.16%	2.18%
应付债券	357,937	526,940	526,940	526,940	526,940	信贷成本	0.70%	0.93%	1.17%	1.19%	1.15%
付息负债	20,789,344	22,506,176	23,664,597	23,903,538	24,815,824	成本收入比	25.91%	24.46%	24.41%	25.25%	25.91%
总负债	22,156,102	23,945,987	24,893,056	25,183,444	26,149,330	所得税有效税率	23.17%	21.17%	21.08%	21.16%	21.17%
少数股东权益	11,412	13,565	14,841	16,499	18,656						
母公司所有者权益	1,969,751	2,127,491	2,336,820	2,560,105	2,798,893	<b>资产质量</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
						不良贷款率	1.62%	1.55%	1.50%	1.44%	1.38%
<b>利润表 (百万)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	不良贷款净生成率	0.26%	0.07%	0.02%	0.04%	0.00%
利息收入	791,480	861,594	935,326	978,420	1,021,415	拨备覆盖率	136.69%	154.07%	199.51%	245.68%	298.43%
利息支出	319,634	339,516	379,500	392,336	405,852	拨备/贷款总额	2.22%	2.39%	2.99%	3.54%	4.12%
利息净收入	471,846	522,078	555,826	586,084	615,564						
手续费净收入	144,973	139,625	132,996	141,801	159,355	<b>资本</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
其他非息收入	59,072	13,096	72,403	78,489	85,769	资本充足率	14.61%	15.14%	15.83%	16.93%	17.63%
营业收入	675,891	726,502	761,224	806,375	860,687	核心资本充足率	12.87%	12.77%	14.00%	15.07%	15.81%
营业费用与税金	192,475	185,188	193,180	211,449	231,654	杠杆倍数	12.18	12.18	11.57	10.76	10.26
资产减值损失	87,894	127,769	170,267	184,334	188,504						
营业利润	360,315	361,842	383,558	410,592	440,530	<b>业绩增长率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
营业外收支净额	2,964	2,799	0	0	0	利息净收入	-7.09%	10.65%	6.46%	5.44%	5.03%
利润总额	363,279	364,641	383,558	410,592	440,530	营业收入	-3.12%	7.49%	4.78%	5.93%	6.74%
所得税	84,173	77,190	80,872	86,874	93,244	拨备前利润	0.38%	9.24%	13.12%	7.42%	5.73%
净利润	279,106	287,451	302,687	323,717	347,286	净利润	0.50%	2.99%	5.30%	6.95%	7.28%
母公司所有者利润	278,249	286,049	300,864	321,348	344,206						

资料来源: 中原证券

### 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其他决定的唯一信赖依据。