



601398.CH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.00

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 营收持续回暖, 资产质量稳健向好

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	-3.2	-1.5	-19.8	28.6
相对沪深300指数	3.6	2.2	-7.6	19.4

发行股数(百万)	356,406
流通股(%)	100
流通股市值(人民币百万)	1,617,673
3个月日均交易额(人民币百万)	1,976
资本充足率(%)	15.09
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4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

2018年1季报点评: 营收持续回暖, 资产质量稳健向好

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4.0%, 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, 公司存款优势进一步巩固。维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **营收持续回暖, 预计手续费收入增速维持低位。**工行1季度净利润与营收(扣除保险业务支出)分别同比增4.0%/8.3%, 较17年提升1.2pct/3pct, 业绩表现持续向好。具体来看, 1季度净利息收入同比增12.3% (vs 17年10.6%), 我们认为公司较好的净利息收入增速表现主要得益于息差的改善。公司1季度手续费收入同比增速为1.6%, 较17年-3.7%的增速表现有所改善, 考虑到资管新规的落地对资管相关业务带来的调整压力, 预计全年手续费增速将维持低位。
- **规模增长稳健, 负债结构进一步优化。**工行1季度资产端规模环比增1.6%, 具体来看, 贷款/证券投资分别环比增2.4%/7.2%, 同业资产规模环比下降21.6%, 资产结构向债券和贷款倾斜, 债券投资和贷款占比较17年末提升1.5pct至75.7%。负债端, 存款环比增5.1%, 增速有所提升。从负债结构上来看, 1季度存款占比较17年提升2.8pct至83.1%, 负债结构进一步优化。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。
- **不良生成维持低位, 拨备计提水平提升。**工行资产质量表现持续向好, 1季末不良率环比下降1BP至1.54%。根据我们测算1季度单季年化不良生成率(假设1季度不良贷款核销率与去年同期相同)为0.58%, 不良生成绝对值处于较低水平。公司1季度覆盖率环比提升20pct至175% (其中由于会计准则切换提升15个百分点), 风险抵御能力进一步增强。在拨备新规下, 我们预计工行未来信贷成本的调节空间将进一步加大, 从而提升利润弹性。

评级面临的主要风险

- 资产质量下滑超预期。

估值

- 我们维持工行18/19年EPS 0.86/0.90元/股的预测, 对应净利润同比增速6.5%/5.6%, 当前股价对应18/19年PE 7.0x/6.6x, PB 0.95/0.86x, 维持买入评级。

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	731,515	778,566	827,235
变动(%)	-3.9	5.3	8.4	6.4	6.3
净利润(人民币百万)	278,249	286,049	304,768	321,874	339,046
变动(%)	0.4	2.8	6.5	5.6	5.3
净资产收益率(%)	15.5	14.6	14.2	13.6	13.0
每股收益(人民币)	0.78	0.80	0.86	0.90	0.95
市盈率(倍)	7.69	7.48	7.02	6.64	6.31
市净率(倍)	1.14	1.05	0.95	0.86	0.79

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 2018 年 1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	1Q17	1Q18	同比 (%)
利息收入	203,987	225,637	10.61
利息支出	(82,017)	(88,625)	8.06
净利息收入	121,970	137,012	12.33
手续费及佣金收入	45,090	45,664	1.27
手续费及佣金支出	(4,132)	(4,051)	(1.96)
净手续费及佣金收入	40,958	41,613	1.60
主营业务净收入	162,928	178,625	9.63
其他营业净收入	5,427	3,752	(30.86)
营业收入 (扣除其他业务成本)	168,355	182,377	8.33
业务及管理费用	(36,608)	(37,818)	3.31
营业税金及附加	(1,839)	(2,015)	9.57
营业利润	129,908	142,544	9.73
营业外收支净额	393	1,360	246.06
拨备前利润	130,301	143,904	10.44
计提拨备	(31,505)	(42,258)	34.13
其他资产减值准备			NA
税前利润	98,796	101,646	2.88
所得税	(22,769)	(22,577)	(0.84)
税后利润	76,027	79,069	4.00
少数股东权益	241	267	10.79
净利润	75,786	78,802	3.98

资料来源: 公司数据、中银证券

事项:

工商银行公布 18 年一季报, 2018Q1 净利润同比增+3.98%; 总资产 26.49 万亿元 (+6.38%, YoY/+1.56%, QoQ), 其中贷款+6.84%YoY/+2.04%, QoQ; 存款+8.80%YoY/+5.05%, QoQ; 营业收入同比+4.05%, 净利息收入同比增 12.3%, 手续费净收入同比增 1.60%, 净息差 2.30% (+18bps, YoY; +8bps, QoQ); 成本收入比 19.18% (-0.14pct, YoY); 不良贷款率 1.54% (-1bps, QoQ); 拨备覆盖率 174.51% (+20.44pct, QoQ); 年化 ROA 1.20% (-0.04pct, YoY), 年化 ROE 15.4% (-0.04pct, YoY), 公司核心一级资本充足率 12.64%, 资本充足率 15.09%。

营收持续回暖, 预计手续费收入增速维持低位

工行 1 季度净利润与营收 (扣除保险业务支出) 分别同比增 4.0%/8.3%, 较 17 年提升 1.2pct/3pct, 业绩表现持续向好。具体来看, 1 季度净利息收入同比增 12.3% (vs 17 年 10.6%), 我们认为公司较好的净利息收入增速表现主要得益于息差的改善。工行 1 季度净息差为 2.30%, 较 17 年全年 2.22% 的水平息差提升。公司 1 季度手续费收入同比增速为 1.6%, 较 17 年-3.7% 的增速表现有所改善, 考虑到资管新规的落地对资管相关业务带来的调整压力, 预计全年手续费增速将维持低位。在资产质量向好背景下, 公司进一步增厚其拨备基础, 1 季度信贷成本比较 17 年同期提升 22BP 至 1.17%, 有助于增强公司未来业绩的稳定性。

规模增长稳健, 负债结构进一步优化

工行 1 季度资产端规模环比增 1.6%, 具体来看, 贷款/证券投资分别环比增 2.4%/7.2%, 同业资产规模环比下降 21.6%, 资产结构向债券和贷款倾斜, 债券投资和贷款占比较 17 年末提升 1.5pct 至 75.7%。负债端, 存款环比增 5.1%, 增速有所提升。从负债结构上来看, 1 季度存款占比较 17 年提升 2.8pct 至 83.1%, 负债结构进一步优化。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。

不良生成維持低位，撥備計提水平提升

工行資產質量表現持續向好，1季末不良率環比下降1BP至1.54%。根據我們測算1季度單季年化不良生成率（假設1季度不良貸款核銷率與去年同期相同）為0.58%，不良生成絕對值處於較低水平。公司1季度覆蓋率環比提升20pct至175%（其中由於會計準則切換提升15個百分點），風險抵禦能力進一步增強。在撥備新規下，我們預計工行未來信貸成本的調節空間將進一步加大，從而提升利潤彈性。

投資建議：

工商銀行資產負債結構穩健，受同業、資管監管影響小，規模擴張增速穩定。公司息差與資產質量均有改善，盈利能力表現向好，公司股息率為4.0%，高於同業水平。公司的大零售布局不斷完善，客戶基礎不斷夯實，公司存款優勢進一步鞏固。我們維持工行18/19年EPS 0.86/0.90元/股的預測，對應淨利潤同比增速6.5%/5.6%，當前股價對應18/19年PE 7.0x/6.6x，PB 0.95/0.86x，維持工行**買入**評級。

風險提示：監管超预期，資產質量下滑超预期。

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	0.80	0.86	0.90	0.95
BVPS (摊薄/元)	5.29	5.73	6.33	6.96	7.62
每股股利	0.23	0.24	0.26	0.27	0.29
分红率(%)	30.01	30.00	30.00	30.00	30.00
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	27,199	29,200	31,354
资产合计	24,137	26,087	28,171	30,243	32,474
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	25,815	27,661	29,653
股本	356	356	356	356	356
股东权益合计	1,970	2,127	2,341	2,566	2,803
利润表(Rmb bn)					
净利息收入	471.85	522.08	577.40	621.63	667.42
净手续费及佣金收入	144.97	139.63	141.02	143.84	146.72
营业收入	640.68	674.80	731.51	778.57	827.24
营业税金及附加	(17.32)	(7.47)	(8.09)	(8.61)	(9.15)
拨备前利润	451.17	492.41	535.76	570.81	607.15
计提拨备	(87.89)	(127.77)	(147.25)	(160.50)	(174.95)
税前利润	363.28	364.64	388.50	410.31	432.20
净利润	278.25	286.05	304.77	321.87	339.05
资产质量					
NPL ratio(%)	1.62	1.55	1.50	1.47	1.47
NPLs	211.80	220.99	232.72	248.59	270.96
拨备覆盖率(%)	137	154	176	197	214
拨贷比(%)	2.21	2.39	2.64	2.89	3.15
一般准备/风险加权资(%)	1.99	2.14	2.39	2.65	2.93
不良贷款生成率(%)	0.89	0.63	0.60	0.60	0.60
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	9.41	9.01	9.00	9.00	9.00
生息资产增长率	8.22	8.34	7.99	7.36	7.38
总资产增长率	8.68	8.08	7.99	7.36	7.38
存款增长率	8.26	7.86	9.00	7.00	7.00
付息负债增长率	7.30	8.26	8.79	7.09	7.11
净利息收入增长率	(7.09)	10.65	10.60	7.66	7.37
手续费及佣金净收入增长率	1.10	(3.69)	1.00	2.00	2.00
营业收入增长率	(3.90)	5.32	8.40	6.43	6.25
拨备前利润增长率	0.21	9.14	8.80	6.54	6.37
税前利润增长率	0.01	0.37	6.54	5.61	5.33
净利润增长率	0.40	2.80	6.54	5.61	5.33
非息收入占比	22.63	20.69	19.28	18.48	17.74
成本收入比	27.34	26.34	26.04	25.94	25.84
信贷成本	0.70	0.94	0.99	0.99	0.99
所得税率	23.17	21.17	21.17	21.17	21.17
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	1.94
拨备前ROAE	24.00	24.04	23.98	23.27	22.61
ROAA	1.20	1.14	1.12	1.10	1.08
ROAE	15.48	14.58	14.19	13.60	13.05
流动性(%)					
分红率	30.01	30.00	30.00	30.00	30.00
贷存比	73.25	74.03	74.03	75.41	76.82
贷款/总资产	54.09	54.56	55.07	55.92	56.76
债券投资/总资产	23.10	22.41	21.79	21.31	20.84
银行同业/总资产	6.43	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	13.06	13.39	13.67
资本充足率	14.61	15.14	15.26	15.43	15.57
加权风险资产-一般法	14,565	15,903	17,173	18,437	19,797
% RWA/总资产(%)	60.34	60.96	60.96	60.96	60.96

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。

本报告期内含保密信息，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