



中航证券金融研究所

分析师: 符昉

证券执业证书号: S0640514070001

研究助理: 宋进朝

证券执业证书号: S0640117060016

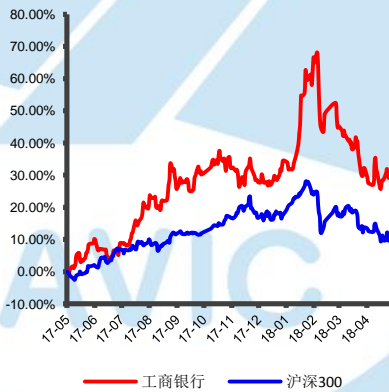
邮箱: songjz@avicsec.com

工商银行 (601398) 一季报点评: 盈利能力提升, 资产质量改善

行业分类: 银行业

2018年04月28日

公司投资评级	买入
市场数据 (2018.04.27)	
收盘价 (元)	6.00
近 12 个月最高/最低价 (元)	7.77/4.57
总市值 (亿元)	21,384
近 3 个月日均成交额 (亿元)	20.01
市盈率 (倍)	7.48
市净率 (倍)	1.04
基础数据 (2018.03.31)	
总资产 (亿元)	264,937.81
所有者权益 (亿元)	21,849.05
总股本 (亿股)	3,564.06
流通 A 股股本 (亿股)	2,696.12
每股收益 (元)	0.22
每股净资产 (元)	5.85
近一年公司股价与沪深 300 走势对比	



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

事件

4月27日, 工商银行发布2018年一季度报, 一季度实现营业收入1971.98亿元, 同比增长4.05%; 实现归母净利润788.02亿元, 同比增长3.98%; 净息差为2.30%, 同比上升0.18个百分点; 不良贷款率1.54%, 比去年末下降0.01个百分点, 拨备覆盖率为174.51%, 较上年末提高20.44个百分点。

投资要点

- **利息净收入同比高增, 子公司保费收入下滑拖累营收表现。** 受益于净息差的改善, 一季度利息净收入同比增长12.33%, 高于去年同期增速9.67个百分点, 占营收比重达到69.48%, 较去年同期提升5.12个百分点。非息收入同比下降10.91%。其中, 手续费及佣金净收入同比小幅增长1.60%, 受子公司保费业务收入金额下降的影响, 工行其他业务收入同比下滑39.89%, 拖累了营收表现。但营收同比增速依然高于去年同期6.3个百分点, 归母净利润同比增速也高于去年同期2.61个百分点, 盈利能力稳步提升。
- **息差回升, 负债端优势显著。** 工行一季度净息差较去年同期提升18bps, 较去年全年提升8bps。我们推测, 一季度息差的回升主要取决于两个因素: 一是在严监管影响下, 部分表外融资需求转表内导致表内信贷需求旺盛, 推高了贷款收益率; 二是工行在负债端优势显著, 尤其是存款成本率与同业相比处于较低水平 (2017年存款成本率为1.42%), 并且对同业负债依赖度较小 (2018年一季度末同业负债占总负债比重不足10%), 在部分中小银行由于同业负债收缩转向争夺存款的情况下, 能够较好地控制核心负债成本。
- **资产质量持续改善, 拨备计提充裕。** 一季度不良贷款率较去年末下降0.01个百分点, 已实现连续5个季度的环比下降, 拨备覆盖率在2016年三季度末触及136%的低点之后开始逐季反弹, 2018年一季度末拨备覆盖率达到175%, 环比和同比分别提升20pc和33pc, 抵御风险能力大幅增强。核心一级资本充足率12.64%, 一级资本充足率13.13%, 资本充足率15.09%, 满足系统重要性银行2018年底8.5%/9.5%/11.5%的监管要求。
- **投资评级:** 工行盈利能力稳步提升, 资产质量持续改善, 净息差回升较快, 拨备充裕, 是适合长期持有的价值投资标的。在资管新规、A股入摩等政策落地后, 龙头优势将逐渐凸显。继续维持“买入”评级, 预计18/19/20年归母净利润同比增长5.10%/6.29%/8.05%, 目标价7.05元/股。

风险提示: 宏观经济超预期下滑

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	675,891	726,502	775,048	840,368	926,750
增长率 (%)	-3.12%	7.49%	6.68%	8.43%	10.28%
归母净利润 (亿元)	278,249	286,049	300,629	319,537	345,254
增长率 (%)	0.40%	2.80%	5.10%	6.29%	8.05%
EPS (元/股)	0.78	0.80	0.84	0.90	0.97
BVPS (元/股)	5.29	5.73	6.41	7.04	7.72
PE	7.69	7.48	7.11	6.69	6.19
PB	1.14	1.05	0.94	0.85	0.78

数据来源: wind, 中航证券金融研究所

股市有风险 入市须谨慎

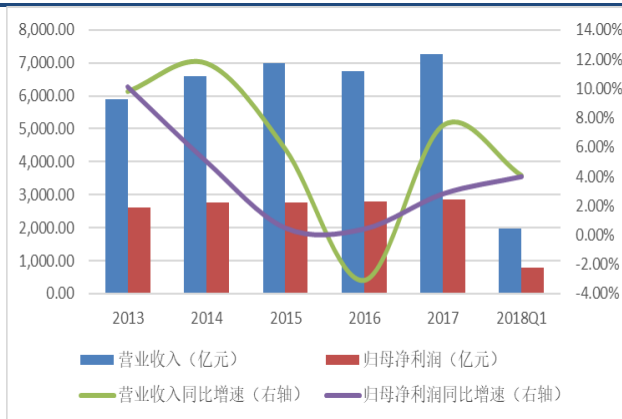
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

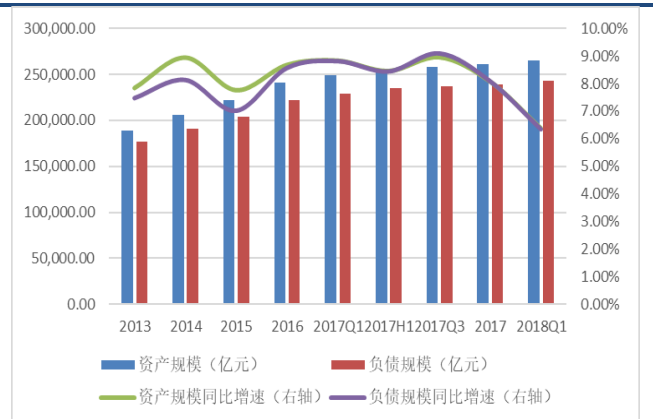
公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83692635

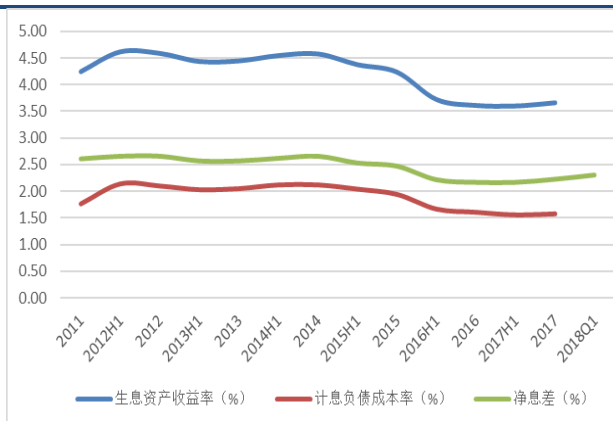
传真: 0755-83688539

图表 1: 资产负债规模及同比增速


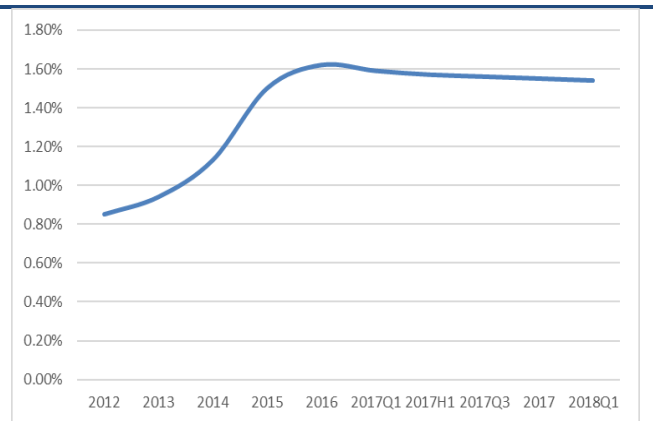
资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 2: 营业收入及归母净利润规模和同比增速


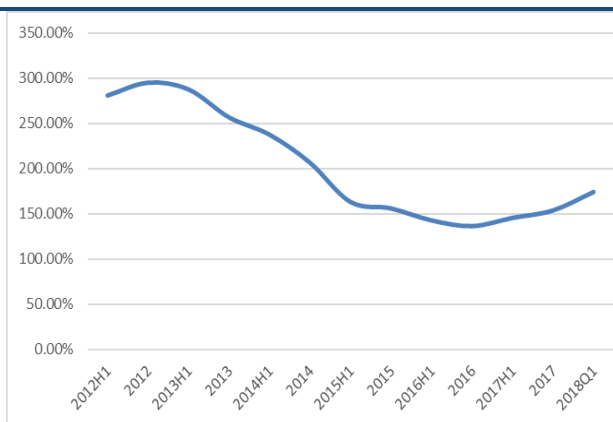
资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 3: 净息差变化情况


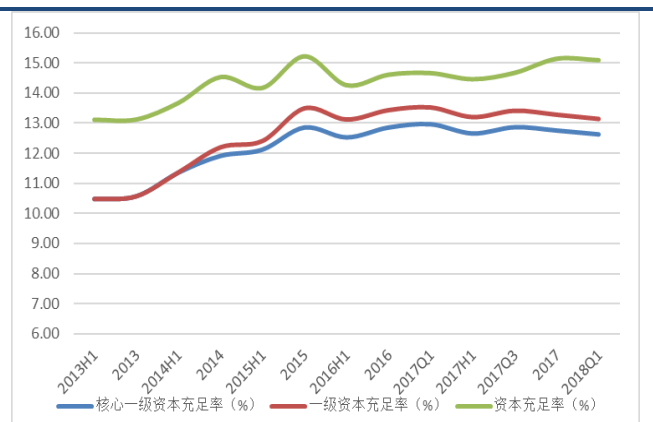
资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 4: 不良贷款率


资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 5: 拨备覆盖率


资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 6: 资本充足状况


资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

公司财务报表数据预测

每股指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
PE	7.69	7.48	7.11	6.69	6.19	利息净收入	471,846	522,078	565,157	622,647	693,434
PB	1.14	1.05	0.94	0.85	0.78	手续费及佣金净收入	144,973	139,625	139,780	141,937	150,950
EPS	0.78	0.80	0.84	0.90	0.97	其他非息收入	59,072	64,799	70,111	75,783	82,366
BVPS	5.29	5.73	6.41	7.04	7.72	营业收入	675,891	726,502	775,048	840,368	926,750
业绩与规模增长	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	营业税金及附加	17,319	7,465	7,964	8,635	9,523
存款余额增速	9.48%	7.86%	9.00%	8.90%	9.50%	业务及管理费用	175,156	177,723	189,599	205,578	226,709
贷款余额增速	9.56%	8.82%	9.00%	8.90%	9.51%	营业外净收入	156	2,799	3,143	3,524	3,949
净利息收入增速	-7.09%	10.65%	8.25%	10.17%	11.37%	拨备前利润	483,572	544,113	580,628	629,679	694,467
手续费及佣金净收入增速	1.10%	-3.69%	0.11%	1.54%	6.35%	资产减值损失	87,894	127,769	198,311	223,428	255,661
营业收入增速	-3.12%	7.49%	6.68%	8.43%	10.28%	税前利润	363,279	364,641	382,318	406,252	438,805
拨备前利润增速	1.28%	12.52%	6.71%	8.45%	10.29%	所得税	84,173	77,190	80,287	85,313	92,149
归母净利润同比增速	0.40%	2.80%	5.10%	6.29%	8.05%	净利润	279,106	287,451	302,031	320,939	346,656
盈利能力	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	归母净利润	278,249	286,049	300,629	319,537	345,254
ROAA	1.20%	1.16%	1.11%	1.09%	1.08%	资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
ROAE	14.80%	13.96%	13.37%	12.87%	12.72%	贷款总额	13,056,84	14,233,44	15,514,45	16,895,24	18,500,29
生息资产收益率	3.62%	3.67%	3.88%	4.08%	4.28%	贷款减值准备	289,512	340,482	370,966	404,117	440,945
计息负债成本率	1.60%	1.57%	1.73%	1.89%	2.03%	贷款净额	12,767,33	13,892,96	15,143,49	16,491,12	18,059,34
净息差	2.16%	2.22%	2.25%	2.29%	2.35%	存放央行	3,350,788	3,613,872	3,939,120	4,289,702	4,697,224
净利差	2.03%	2.10%	2.14%	2.19%	2.25%	同业资产	1,553,100	1,834,242	1,789,757	1,720,826	1,634,405
资产质量	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	证券投资	5,481,174	5,756,704	6,274,807	6,833,265	7,482,425
不良贷款率	1.62%	1.55%	1.40%	1.33%	1.26%	其他资产	984,869	989,259	1,078,292	1,174,260	1,285,815
拨备覆盖率	136.69%	154.07%	170.48%	179.49%	188.77%	资产合计	24,137,26	26,087,04	28,225,46	30,509,18	33,159,21
拨贷比	2.22%	2.39%	2.39%	2.39%	2.38%	存款	17,825,30	19,226,34	20,956,72	22,821,86	24,989,94
资本状况	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	同业负债	2,606,650	2,753,343	2,809,689	2,853,965	2,902,906
资本充足率	14.61%	15.14%	15.59%	15.78%	15.87%	应付债券	357,937	526,940	570,135	616,264	669,793
一级资本充足率	13.42%	13.27%	13.66%	13.83%	13.91%	其他负债	1,366,213	1,439,355	1,503,773	1,607,101	1,743,568
核心一级资本充足率	12.87%	12.77%	13.15%	13.31%	13.39%	负债合计	22,156,10	23,945,98	25,840,31	27,899,19	30,306,21
风险加权系数	60.34%	60.13%	59.99%	60.15%	60.09%	所有者权益合计	1,981,163	2,141,056	2,385,152	2,609,984	2,853,005

资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
- 持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
- 卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

符旻 SAC 执业证书号: S0640514070001, 宏观分析师, 经济学硕士, 2012 年 7 月加入中航证券金融研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。