

低非标占比+高存款占比 业绩确定性强

——工商银行（601398.SH）深度报告

增持（首次覆盖）

日期：2018年05月21日

	2016	2017	2018E	2019E
营业收入(百万元)	640684	674799	722899	785368
增长比率(%)	-3.90%	5.32%	7.13%	8.64%
拨备前利润(百万元)	451173	492410	522237	566891
增长比率(%)	0.21%	9.14%	6.06%	8.55%
净利润(百万元)	278249	286049	299138	324795
增长比率(%)	0.40%	2.80%	4.58%	8.58%
每股收益(元)	0.77	0.79	0.84	0.91
市盈率(倍)	5.29	5.73	6.33	6.94

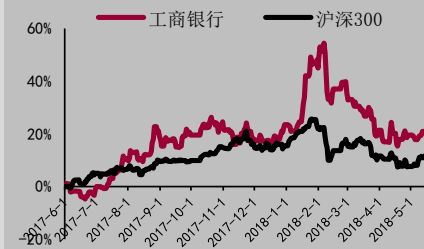
投资要点：

- **2018 年影响银行基本面和投资的最重要变量是金融监管政策。**在各项资产端监管新规不断落地，融资收紧，违约事件频发、存款竞争激烈的大背景下，银行将面临表外资产回表压力、资产质量恶化以及负债端成本持续上升等问题。
- **工商银行在前期资产端、非标投资以及同业负债业务扩张上均较为谨慎。**截至 2017 年末，低风险敞口的贷款占比 46%，而小微企业贷款占比 16%，低于行业均值 9 个百分点；考虑到表内非标资产、理财资金中的非标资产以及委托贷款等，预估工商银行的表内外非标资产总规模在 1.5 万亿元左右，占总资产的比重在 5.97%，也低于行业均值。因此，在金融监管政策持续收紧，违约率高企的大环境下，受到的冲击相对较小。负债端方面，2018 年存款竞争态势延续，而且活期存款定期化的趋势更加明显，行业负债端成本将保持上升态势。截至 2017 年末，工商负债端存款占比超过 80%，相对主动的对公存款和零售活期存款占比持续上升，私人银行过去 5 年复合增速达到 24%，有助于工商银行控制负债端成本的上升幅度。
- **中间业务收入短期承压，多元化布局利于长期发展。**过去 5 年手续费收入的增速只有 6%，但是从收入增长的贡献来源看，理财业务贡献度接近 60%。新规的落地将制约理财产品的规模的扩张。因此，手续费收入短期承压。不过，工商银行目前已经布局基金、保险、租赁以及债转股业务，多元化的布局将逐步释放利润。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到潜在的回表压力以及违约率上升的因素影响，我们测算工商目前暂不存在资本缺口。当前工商银行估值动态 PB 0.95X，当前股价对应的股息率在 4.8% 左右。我们认为随着金融市场开放的加快，海外资金的加速流入，为银行股估值的提升提供了有利条件。我们给予工商银行 7 元/股，对应 2018 年 1.1 倍 PB，给予增持评级。
- **风险因素：**经济下行超预期导致资产质量恶化；监管趋严。

基础数据

收盘价(元)	6.03
市净率(倍)	1.03
总市值(百万元)	21070
总股本(亿股)	3564
流通股比例	100%
每股净资产(元)	5.85
贷款总额(百万元)	14175888
存款总额(百万元)	20197826
股东权益(百万元)	2184905

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

相关研究

分析师：郭懿

执业证书编号：S0270518040001

电话：01066060126

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

目录

1、投资逻辑.....	3
2、高风险贷款和非标资产占比低，受监管冲击小.....	4
2.1 高风险敞口贷款占比逐年下降，中小企业贷款占比低.....	4
2.2 非标资产总额 1.5 万亿元，占总资产的比例达到 5.97%.....	6
2.2.1 表内非标资产占总资产的比例为 1.1%，上市银行均值 5.1%.....	6
2.2.2 委托贷款占总资产规模的 5.1%，上市银行均值 10%.....	6
2.2.3 预估理财资金中非标资产规模 1 万亿元.....	9
2.2.4 非标总规模 1.5 万亿，占表内贷款余额 11.21%，占总资产 5.97%.....	10
3、存款占总负债 80%以上，对公存款占比持续提升.....	11
3.1 存款占总负债的比例保持 80%以上，高出行业均值 8 个百分点.....	11
3.2 相对主动的对公存款占比持续上升.....	12
3.3 零售存款活期占比持续上升，私人银行过去 5 年复合增速 24%.....	13
4、中间业务收入短期承压，多元化布局利于长期发展.....	13
4.1 中间业务收入短期仍面临压力.....	13
4.2 多元化布局利于长期发展.....	15
5、过去十年平均的股息率在 4.57%.....	15
6、财务预测及估值.....	16
6.1 核心假设及盈利预测.....	16
6.2 公司估值与投资建议.....	18

1、投资逻辑

2018 年影响银行基本面和投资的最重要变量是金融监管政策。在各项资产端监管新规不断落地，融资收紧，违约事件频发、存款竞争激烈的大背景下，银行将面临表外资产回表压力、资产质量恶化以及负债端成本持续上升等问题。因此，标的选择上重点关注受负面冲击小的公司。

工商银行在前期资产端、非标投资以及同业负债业务扩张上均较为谨慎。截至 2017 年末，低风险敞口的贷款占比 46%，而小微企业贷款占比 16%，低于行业均值 9 个百分点；考虑到表内非标资产、理财资金中的非标资产以及委托贷款等，预估工商银行的表内外非标资产总规模在 1.5 万亿元左右，占总资产的比重在 5.97%，也低于行业均值。因此，在金融监管政策持续收紧，违约率高企的大环境下，受到的冲击相对较小。负债端方面，2018 年存款竞争态势延续，而且活期存款定期化的趋势更加明显，行业负债端成本将保持上升态势。截至 2017 年末，工商负债端存款占比超过 80%，相对主动的对公存款和零售活期存款占比持续上升，私人银行过去 5 年复合增速达到 24%，有助于工商银行控制负债端成本的上升幅度。

过去 5 年，工商银行手续费收入的平均复合增速仅有 6%。其中，银行卡业务、个人理财及私人银行、对公理财以及担保及承诺业务的增速分别为 10%、14%、14% 和 19%，明显高于整个中间业务 6% 的增速，而结算和清算及现金管理、投资银行和资产托管业务基本没有增长。但是从收入增长的贡献来源看，理财业务贡献度接近 60%。新规的落地将制约理财产品的规模的扩张。因此，手续费收入短期承压。不过，工商银行目前已经布局基金、保险、租赁以及债转股业务，多元化的布局将逐步释放利润。

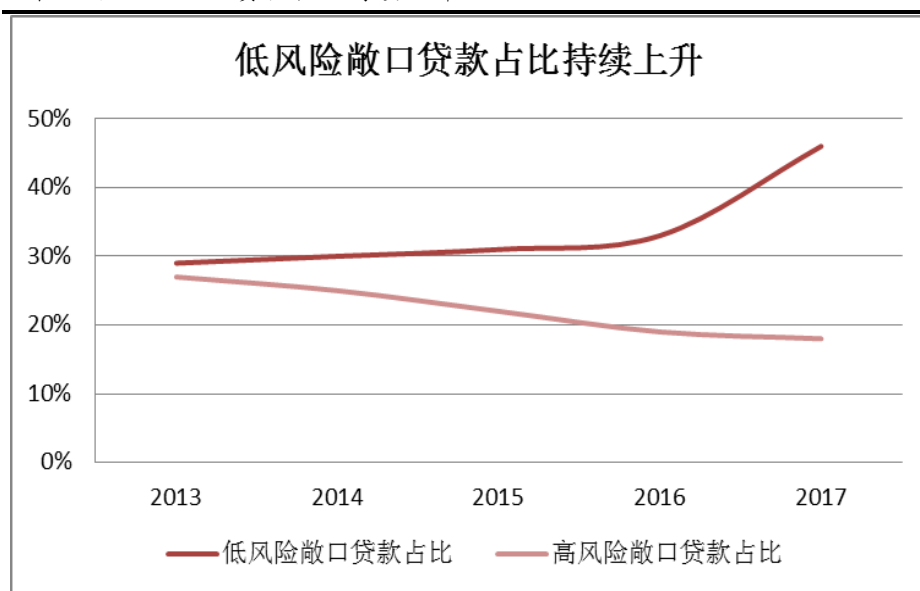
考虑到潜在的回表压力以及违约率上升的因素影响，我们测算工商目前暂不存在资本缺口。当前工商银行估值动态 PB 0.95X，当前股价对应的股息率在 4% 左右。我们认为随着金融市场开放的加快，海外资金的流入提速，为银行板块估值的提升提供了有利条件。我们给予工商银行 7 元/股，对应 2018 年 1.1 倍 PB，给予增持评级。

2、高风险贷款和非标资产占比低，受监管冲击小

2.1 高风险敞口贷款占比逐年下降，中小企业贷款占比低

从过去五年工商银行公司类贷款的行业结构看，以制造业、批发零售业、房地产业以及建筑业为代表的高风险敞口的公司类贷款占比持续下降，从2013年的27%下降到2017年的18%。而以交运仓储、电力热力燃气和水生产和供应为代表的低风险敞口贷款占比持续上升，从2013年29%的占比上升到2017年的46%。即便宏观经济出现短期波动，由于低风险敞口的贷款占比较高，因此，不良率也基本能保持稳定。

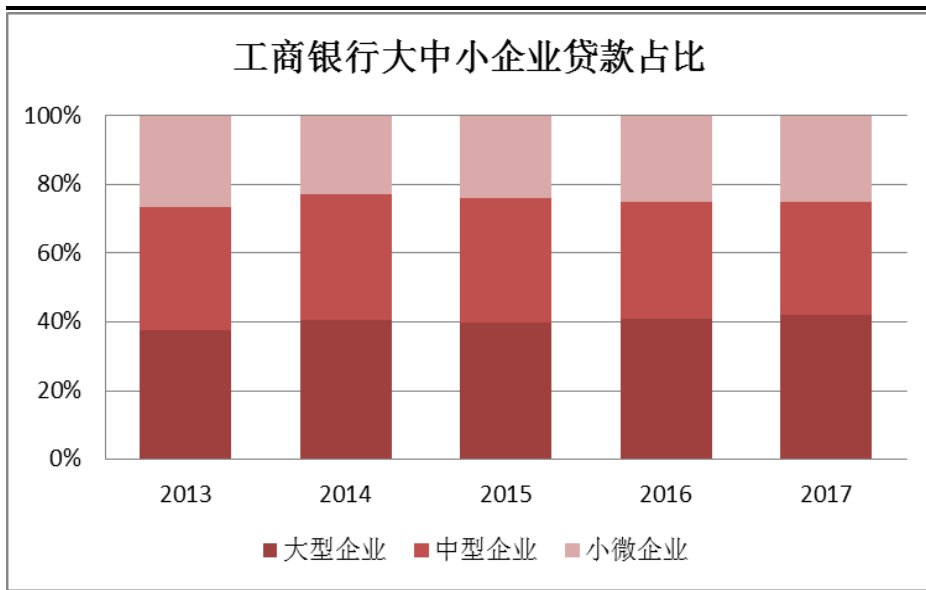
图1. 低风险敞口贷款占比持续上升



数据来源：公司公告，万联证券研究所

截至2017年末，银行业金融机构用于小微企业的贷款余额30.7万亿元，占总贷款余额的比例25%。工商银行中小企业的贷款余额达到5.17万亿元，占公司类贷款的比例为58%，其中中型企业的贷款占比33%，而小微企业贷款占比25%。但是对比过去5年的占比数据看，中小企业贷款公司类贷款的比例并没有大幅上升。此外，小微企业贷款余额2.22万亿元占公司贷款余额的比例仅为16%，比行业2017年末25%的均值水平低9个百分点。在目前国内经济结构以及融资收紧的大环境下，大型企业贷款占比高的企业在资产质量方面更具优势。

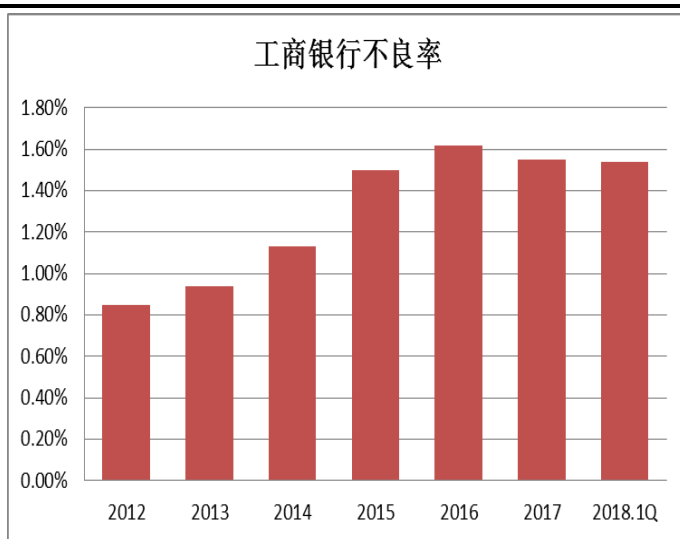
图 2. 工商银行大中小企业贷款占比



数据来源：公司公告，万联证券研究所

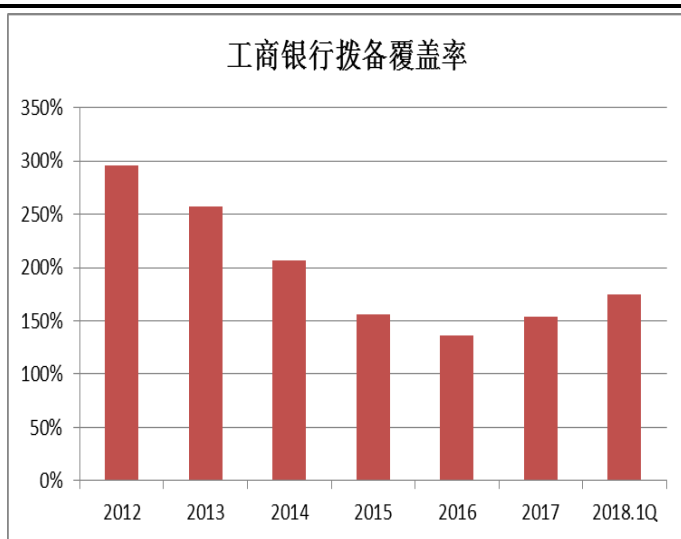
截至 2018 年一季度，工商银行的不良率 1.54% 较上年末下降 0.01 个百分点。拨备覆盖率 174.51%，较 2017 年末提高 20.44 个百分点。均处于行业均值水平。

图 3. 工商银行不良率



数据来源：公司公告，万联证券研究所

图 4. 工商银行拨备覆盖率



数据来源：公司公告，万联证券研究所

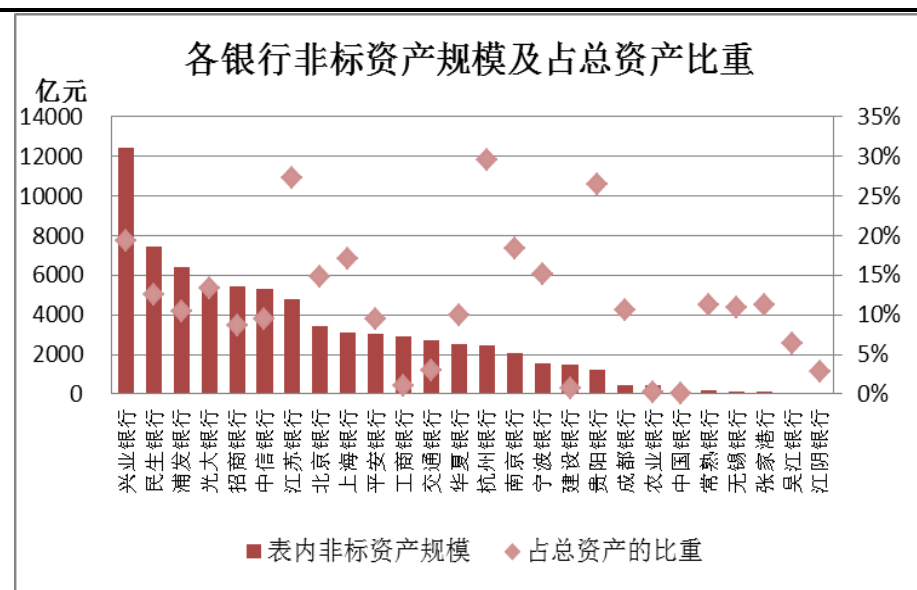
2.2 非标资产总额 1.5 万亿元，占总资产的比例达到 5.97%

由于近期违约事件也涉及到部分城投的非标资产，我们对上市银行表内外的非标资产进行梳理。截至 2017 年末，工商银行表内外非标资产规模在 1.5 万亿元左右，其中表内非标资产 3300 亿元，委托贷款中预计有 4000 亿元通过银证合作投向非标，理财资产中 1 万亿投向非标。

2.2.1 表内非标资产占总资产的比例为 1.1%，上市银行均值 5.1%

截至2017年末，在第三方机构发起设立的结构化主体中享有的权益共计3271亿元，其中理财产品、资产管理计划以及信托计划合计2918亿元，较2016年增加294亿，占表内投资规模的比例达到6.58%，较2016年占比下降0.5个百分点，占贷款余额的比例仅为2.10%，低于同期上市银行10%的均值水平，占总资产规模的比例为1.1%，低于同期上市银行5.1%的均值水平，与五大行1%的均值水平基本相当。

图 5. 各银行非标资产规模及占总资产比重（单位：亿元）



数据来源：公司公告，万联证券研究所

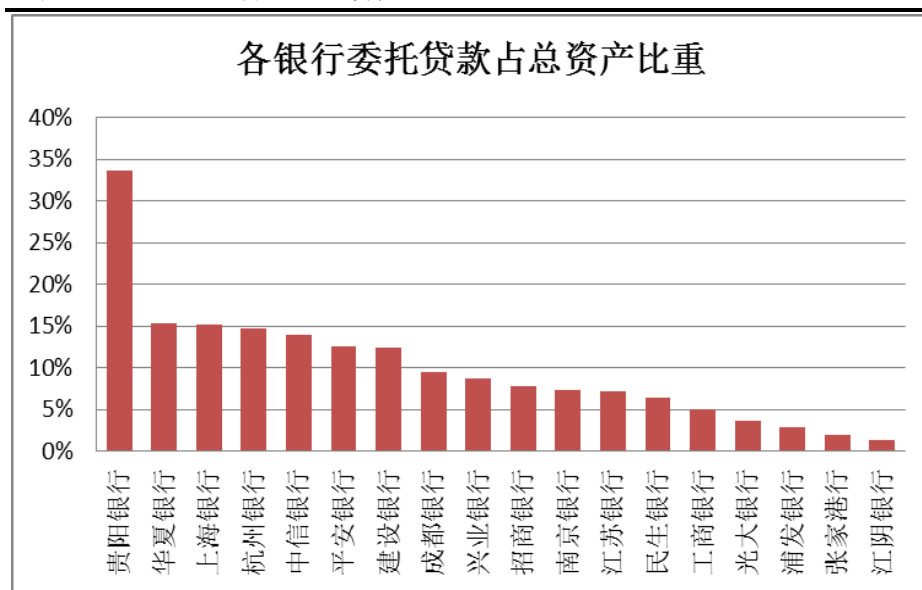
具体来看，2017年主要压缩了同业非保本理财产品的投资规模，大概在60亿左右，目前仅有2亿元的规模。但是资产管理计划和信托计划则分别增加了237亿和116亿，预计以股权质押等类信贷业务再次扩张为主。

2.2.2 委托贷款占总资产规模的 5.1%，上市银行均值 10%

截至2017年末，工商银行表外的委托贷款1.33万亿元，占同期表内贷款余额

的比例达到9.6%，低于同期行业10.9%的均值水平，占表内总资产的规模5.1%，低于同期上市银行5.5%的均值水平。

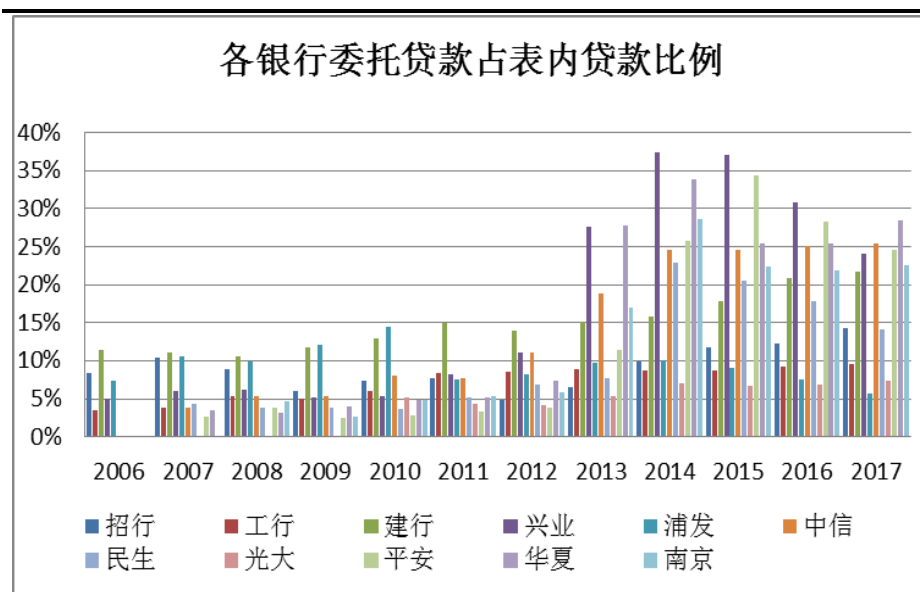
图 6. 各银行委托贷款占总资产比重



数据来源：公司公告，万联证券研究所

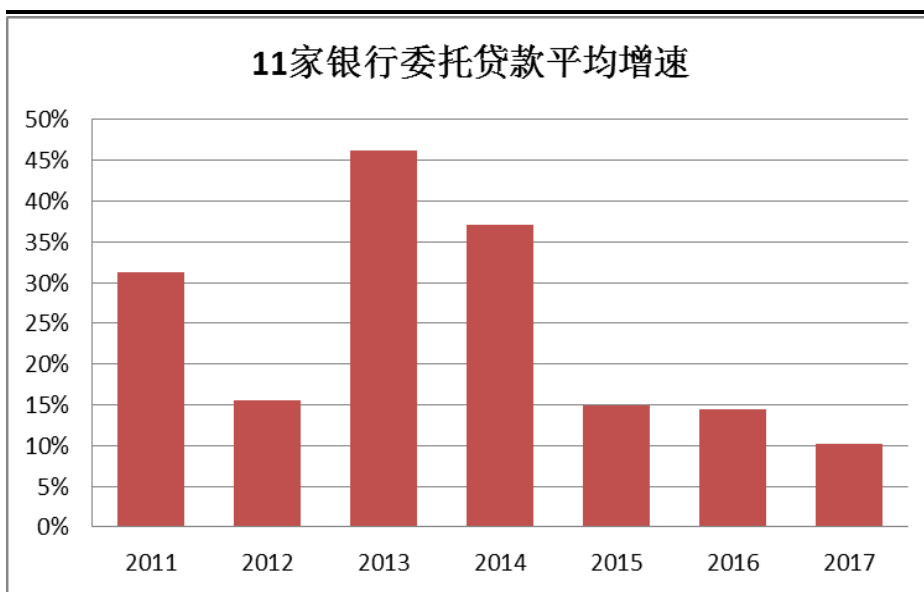
自2010年6月银监会叫停银信合作业务后，银行开始用委托贷款作为通道，与券商合作。央行发布的《中国金融稳定报告（2014）》，截至2013年末，证券公司定向资产管理业务规模达4.83万亿元，较2012年末增长186%。如果对比工行、建行、招行、兴业、浦发、中信、民生、光大、平安、华夏、南京11家银行过去10年委托贷款的比例数据，委托贷款在2013年和2014年出现了整体快速扩张。2013年和2014年末上述11家银行的委托贷款总额分别达到3.8万亿元和5.2万亿元，同比分别增长46%和37%。

图7. 各银行委托贷款占表内贷款比例



数据来源：公司公告，万联证券研究所

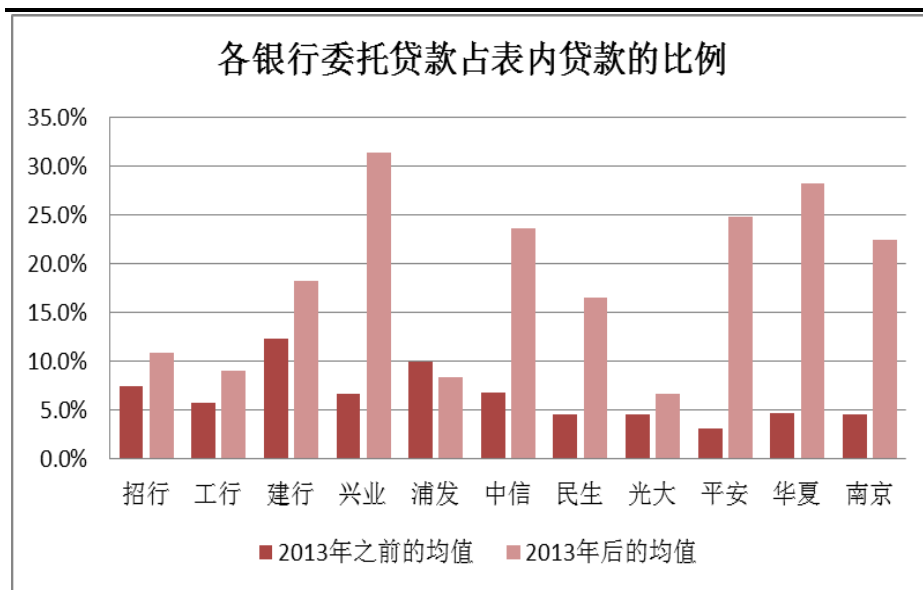
图8. 11家银行委托贷款平均增速



数据来源：公司公告，万联证券研究所

根据这 11 家银行委托贷款增速以及委托贷款占表内贷款余额的比例数据，工商银行表外委托贷款扩张速度相对较为稳健。2013 年之前这 11 家银行委托贷款占表内贷款的比例的均值在 6.5%，同期工商银行仅有 5.8%。而 2013 年之后，11 家银行委托贷款占表内贷款的比例上升到 18.2%，而工商银行仅为 9%，显著低于行业均值水平。考虑到业务发展需求以及行业发展的趋势，预计工商银行有 4000 亿左右的委托贷款是通过银证合作投向了非标业务。

图 9. 各银行委托贷款占表内贷款的比例

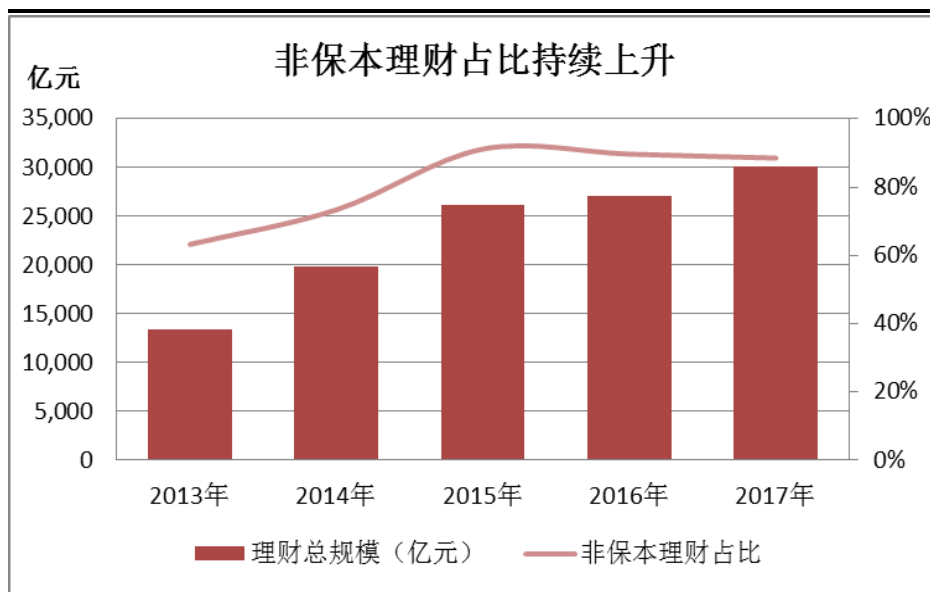


数据来源：公司公告，万联证券研究所

2.2.3 预估理财资金中非标资产规模 1 万亿元

截至2017年末，工商银行理财产品余额达到3.01万亿元，占银行业金融机构理财产品余额的比例达到10.2%，占有大型银行存续余额的比例达到30.2%。过去四年的复合增长率22.5%，低于全行业平均30%的增速。其中表外的非保本理财规模2.67万亿元，占全行理财产品存续余额88.5%，由于过去四年非保本理财的快速发展，使得非保本理财的占比均值在81%，高于行业均值9个百分点（行业均值72%）。

图10. 非保本理财占比持续上升（单位：亿元）



数据来源：公司公告，万联证券研究所

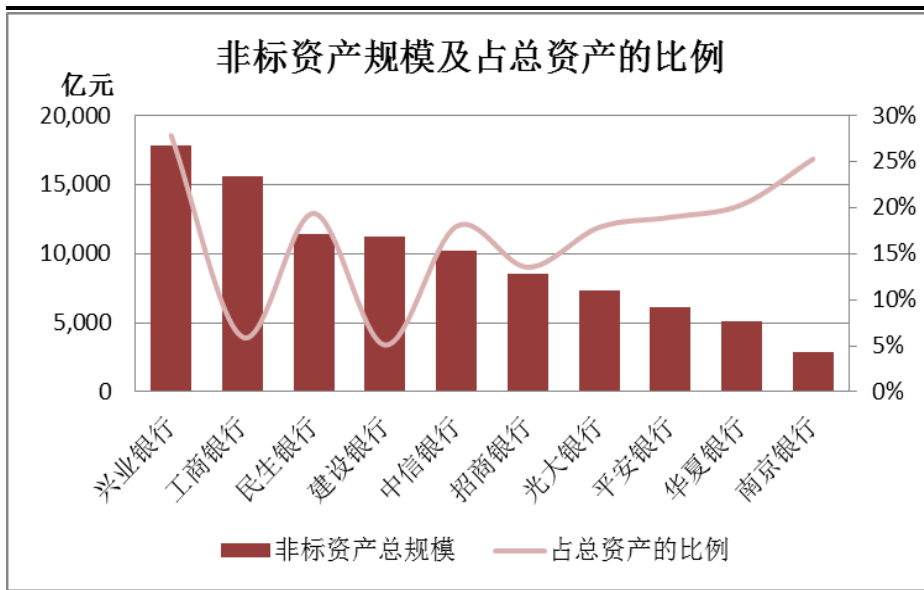
根据相关文件,商业银行应当合理控制理财资金投资非标准化债权资产的总额,理财资金投资非标准化债权资产的余额在任何时点均以理财产品余额的35%与商业银行上一年度审计报告披露总资产的4%之间孰低者为上限。按照工商银行2017年末,理财产品余额3.01万亿元的规模,对应的非标资产的规模不超过1.04万亿元。

2.2.4 非标总规模 1.5 万亿，占表内贷款余额 11.21%，占总资产 5.97%

综上，表内非标规模3300亿元、委托贷款4000亿元以及表外理财1万亿元的规模看，工商银行非标资产总规模在1.5万亿元左右，占表内总贷款的比例为11.21%，占总资产的比例5.97%。按照资管新规，过渡期到2020年末，每年需要压缩5000亿元的非标资产。考虑到到期以及置换,预计每年有1000-2000亿元的资产需要回表，相当于工商银行每年新增贷款的10-15%。

综合考虑表外资产回表以及潜在违约率上升的可能，根据我们的测算，目前工商银行的资本较为充足，没有资本缺口。

图 11. 非标资产规模及占总资产的比例（单位：亿元）



数据来源：公司公告，万联证券研究所

3、存款占总负债 80%以上，对公存款占比持续提升

2018年在同业业务监管加强，理财新规落实的大环境下，银行负债端的压力仍持续存在。外加流动性新规下一般存款具有更高的稳定系数，因此整体对传统一般存款的需求较高。为了确保存款的稳定性，活期存款定期化的趋势仍将延续。

存款的客户粘性主要取决于服务和产品。其中，相对主动的公司类存款粘性主要取决于贷款及附加服务；而零售客户存款主要取决于产品，特别是高息产品。随着揽储成本的提高，对公客户存款的稳定增长对稳定银行整体负债成本意义重大。存款的争夺中，对公存款占比高的，零售活期存款占比高的银行受到的影响相对较小。

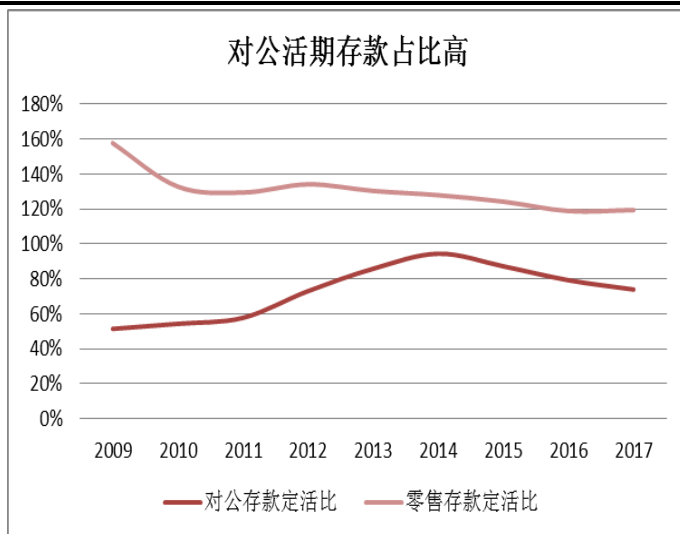
3.1 存款占总负债的比例保持 80%以上，高出行业均值 8 个百分点

从工商银行负债端的结构看，过去5年存款占负债总额的比例持续下滑，总计下滑近3个百分点，但是比例依然保持在80%以上的水平，明显高于上市银行同期72%的平均水平。如果再考虑计入表内的保本理财以及结构性存款，占比达到近82%的水平。此外，存款占比下滑的3个百分点，都由卖出回购款项补充，即通过在公开市场融入资金缓解负债端的短期压力。2018年一季度，工商银行存款较2017年末增长5.1%，与同期五大行的平均增速基本持平。截至2017年末，在2018年内重定价的存款比例84.9%，低于2017年的86.2%。在市场预期存款利率上浮比例提升以及存款竞争加剧的情况下，预计存款付息成本将会上升8BP，到1.5%的水平。

3.2 相对主动的对公存款占比持续上升

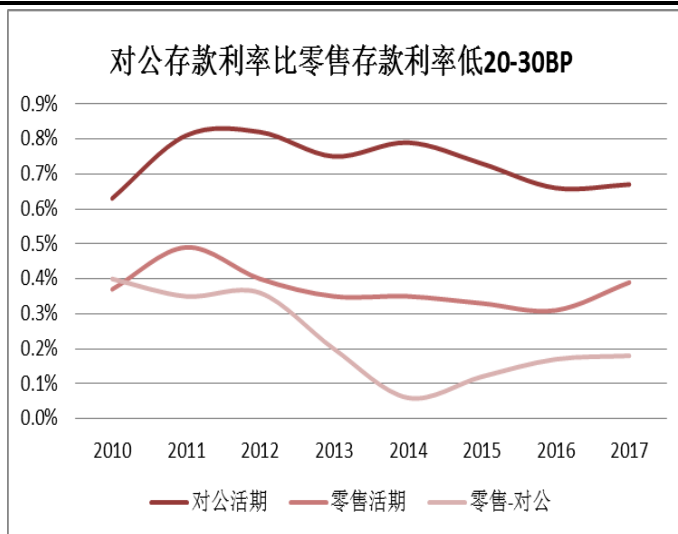
从工行的存款结构看，相对主动的公司类存款的占比持续上升，从2012年末的51.31%，上升到2017年末的55.75%，5年内上升4.5个百分点。另外，由于公司类存款中活期存款的比例要高于定期存款，即便公司类活期存款的利率是个人存款的活期利率的两倍，使得公司类存款的付息率要低于个人存款20-30个BP。

图 12. 对公活期存款占比高



数据来源：公司公告，万联证券研究所

图 13. 对公存款利率比零售存款利率低 20-30BP

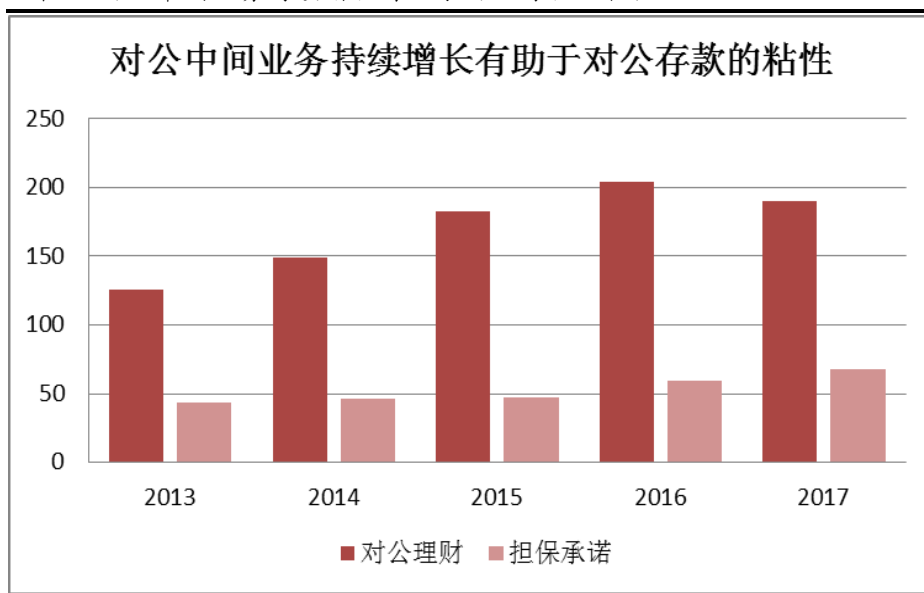


数据来源：公司公告，万联证券研究所

截至2017年末，公司类客户数量达到627.1万户，过去5年的复合增速达到7.5%；对公贷款余额8.9万亿元，过去5年的复合增速7.1%；而对公存款余额10.56万亿元，过去5年的复合增速8.9%。对公结算账户数达到749万户，结算业务量达到2563万亿元，户均结算量在3.5亿元/年。实现现金管理客户138.1万户。工商银行托管资产总规模达到15.5万亿元，受托管理养老金基金1079亿元，而托管养老金基金5016亿元。

工商银行对公理财在过去5年中呈现稳步增长趋势，复合增速达到24%。对公中间业务的加速发展增加公司对公存款的粘性。另外，信贷资源紧张的大环境，企业对担保和承诺业务的需求增加，相关业务收入实现较快的增长，过去5年的复合增速达到16%，对公司类存款的稳定增长起到正面作用。

图 14. 对公中间业务持续增长有助于对公存款的粘性



数据来源：公司公告，万联证券研究所

3.3 零售存款活期占比持续上升，私人银行过去 5 年复合增速 24%

截至2017年末，零售存款8.38万亿元，其中，活期存款占比46%，定期存款占比54%。过去10年活期存款的占比持续上升，2007年仅为36%。

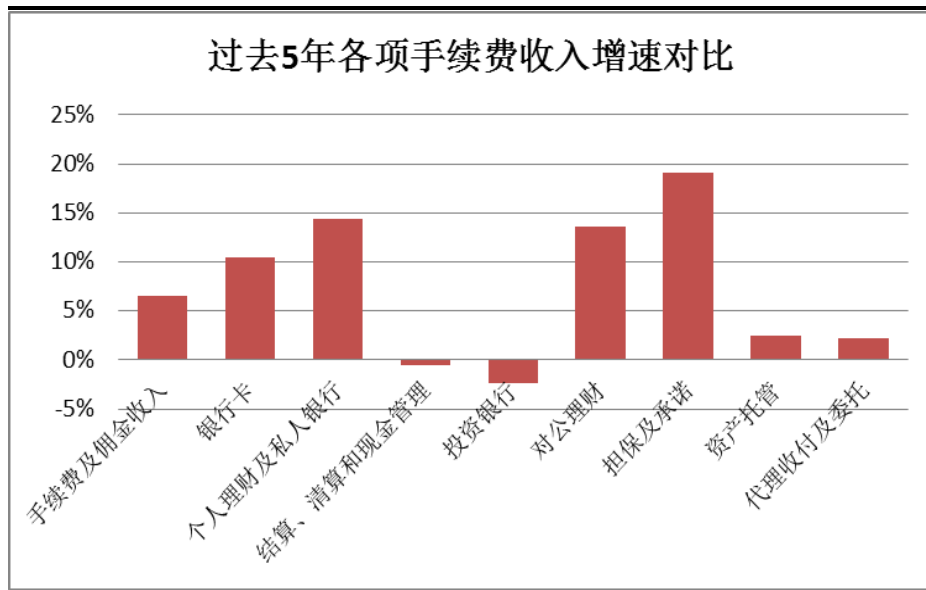
截至2017年末，网络金融交易额646万亿元，占全年业务交易笔数94.86%，较2016年上升2.86个百分点。个人客户数达到5.67亿户，过去5年的复合增长率达到7.6%。私人银行客户7.55万户，管理资产的规模达到1.34万亿元，过去5年的复合增长率在24%。私人银行客户的户均资产达到1775万元/户。管理养老金个人账户1730万户，代理基金和国债销售分别为9232亿元和653亿元，代理个人保险销售1364亿元。

4、中间业务收入短期承压，多元化布局利于长期发展

4.1 中间业务收入短期仍面临压力

过去5年，工商银行手续费收入的平均复合增速仅有6%。其中，银行卡业务、个人理财及私人银行、对公理财以及担保及承诺业务的增速分别为10%、14%、14%和19%，明显高于整个中间业务6%的增速，而结算和清算及现金管理、投资银行和资产托管业务基本没有增长。从收入增长的贡献看，理财收入贡献度接近60%，中个人理财及私人银行贡献38%，公司理财贡献21%；其次是银行卡业务贡献度在36%。

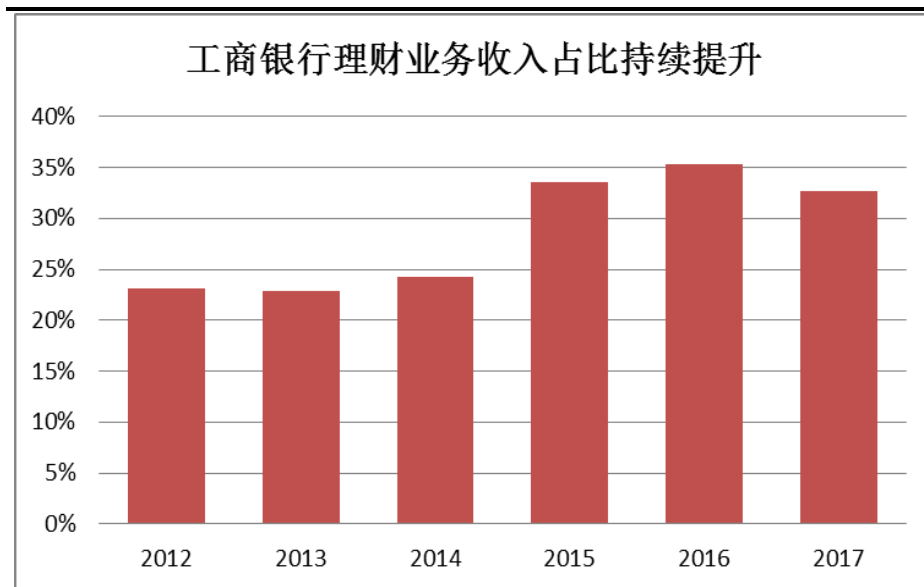
图 15. 过去 5 年各项手续费收入复合增速对比



数据来源：公司公告，万联证券研究所

除去行业费用减免因素的影响外,近几年工商银行理财业务确实实现了较大的增长,理财规模从2012年末的1万亿元,增长到2017年末的3万亿元,理财收入占手续费收入的比重达到32.7%,较2012年上升9.6个百分点。资管新规的落地会对银行理财业务规模增长产生负面影响。在压缩非标资产规模的同时,净值化管理的转型要求,将促使各家银行加速开发新的产品替代现有产品。

图 16. 工商银行理财业务收入占比持续提升



数据来源：公司公告，万联证券研究所

4.2 多元化布局利于长期发展

长期来看，中间业务增长点主要来自于多元化经营以及资产证券化为代表的投行业务的扩张。从工商银行的布局看，仍处于蓄势阶段。

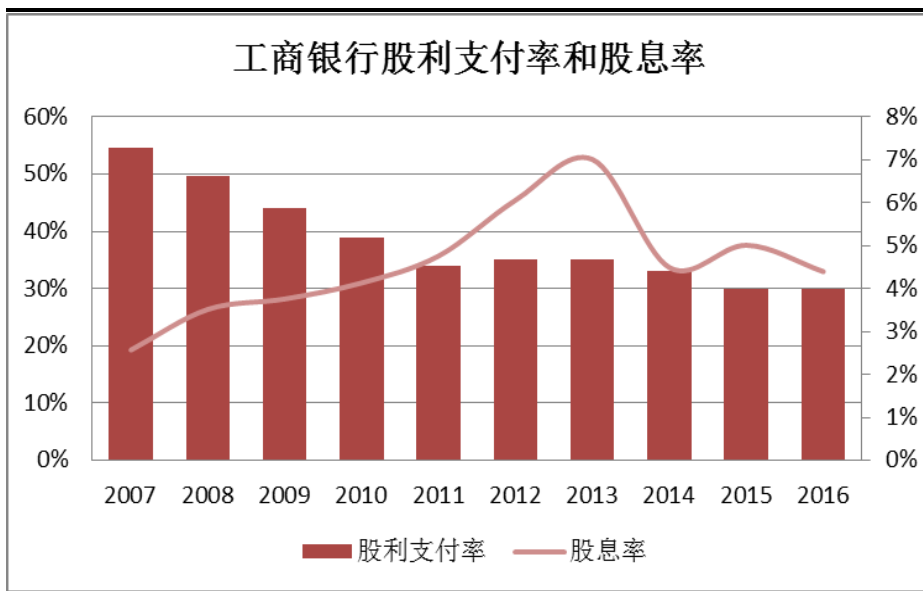
工商银行除了在很多国家和地区设立相关分支机构外，在多元化发展上也做了布局。目前持有工银瑞信基金 80% 的股权，工银安盛人寿 60% 的股权，另外全资控股工银金融租赁以及金融资产投资公司（2017 年 9 月开业，银行首批债转股实施机构）。

2017 年，工银瑞信、工银租赁、工银安盛分别实现 18.4 亿元，35.7 亿元，6.2 亿元的净利润。2017 年代理销售基金和国债共计 9885 亿元，代理销售个人保险 1364 亿元。2017 年工商银行主承销境内外债券 1497 支，共计 12938 亿元，市场份额 13.3%，排名第一。在银行间发行的证券化产品 7 只，发行规模 466 亿元。

5、过去十年平均的股息率在 4.57%

过去 10 年工商银行的股利支付率均值在 38.5%，如果按照分红前一天的股价计算的股息率均值在 4.57%。我们预测 2018 年公司的 EPS0.83 元，按照 35% 的股利支付率计算，当前股价对应的股息率为 4.8%。

图 17. 工商银行股利支付率和股息率



数据来源：公司公告，万联证券研究所

6、财务预测及估值

6.1 核心假设及盈利预测

根据模型，我们预测未来两年的贷款增速为 9%和 8%，存款增速为 7%和 6%；贷款收益率为 4.4%和 4.6%；存款付息率为 1.50%和 1.57%。预测未来两年的净利息收入为 5472 亿元和 6339 亿元，净手续费收入为 1354 亿元和 1381 亿元。对应的归母净利润为 2991 亿元和 3248 亿元。

表1. 核心指标关键假设

		2018 年	2019 年
规模			
1	贷款增长	9.00%	8.00%
2	债券投资增长	1.00%	1.00%
3	存款增长	7.00%	6.00%
4	同业负债增长	5.00%	5.00%
息率			
1	贷款收益率	4.40%	4.60%
2	债券投资收益率	3.30%	3.30%
3	存放央行收益率	1.42%	1.42%
4	同业资产收益率	3.30%	3.10%
5	存款付息率	1.50%	1.57%
其他			
1	营业税金/税基收入	1.50%	1.50%
2	成本收入比	27.00%	27.00%
3	所得税率	22.00%	22.00%
资产质量			
1	拨备支出/平均贷款	0.90%	0.90%
2	不良贷款净生成率	0.65%	0.65%
3	不良核销转出率	35.00%	35.00%

数据来源：公司公告，万联证券研究所

表2. 利润表

盈利预测(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E
净利息收入	471,846	522,078	574,236	633,863
净手续费收入	144,973	139,625	135,436	138,145
其他非息收入	23,865	13,096	13,227	13,359
营业收入	640,684	674,799	722,899	785,368
税金及附加	(17,319)	(7,465)	(8,278)	(9,226)
业务及管理费	(175,156)	(177,723)	(195,183)	(212,049)
拨备前利润	451,173	492,410	522,237	566,891
资产减值损失	(87,894)	(127,769)	(140,911)	(152,858)
税前利润	363,279	364,641	381,326	414,033
所得税	(84,173)	(77,190)	(80,722)	(87,646)
税后利润	279,106	287,451	300,604	326,387
归属母公司净利润	278,249	286,049	299,138	324,795

数据来源：公司公告，万联证券研究所

表 3. 资产负债表

资产负债表预测 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E
存放央行	3,350,788	3,613,872	3,866,843	4,098,854
同业资产	1,553,100	1,834,242	2,012,293	2,242,716
贷款总额	13,056,846	14,233,448	15,514,458	16,755,615
贷款减值准备	(289,512)	(340,482)	(397,002)	(459,561)
贷款净额	12,767,334	13,892,966	15,117,457	16,296,054
证券投资	5,481,174	5,756,704	5,818,302	5,830,179
资产合计	24,137,265	26,087,043	27,955,479	29,678,694
同业负债	2,606,650	2,753,343	2,891,010	3,035,561
存款余额	17,825,302	19,226,349	20,572,193	21,806,525
应付债券	357,937	526,940	556,940	586,940
负债合计	22,156,102	23,945,987	25,599,641	27,101,168
股东权益合计	1,981,163	2,141,056	2,355,837	2,577,526

数据来源：公司公告，万联证券研究所

6.2 公司估值与投资建议

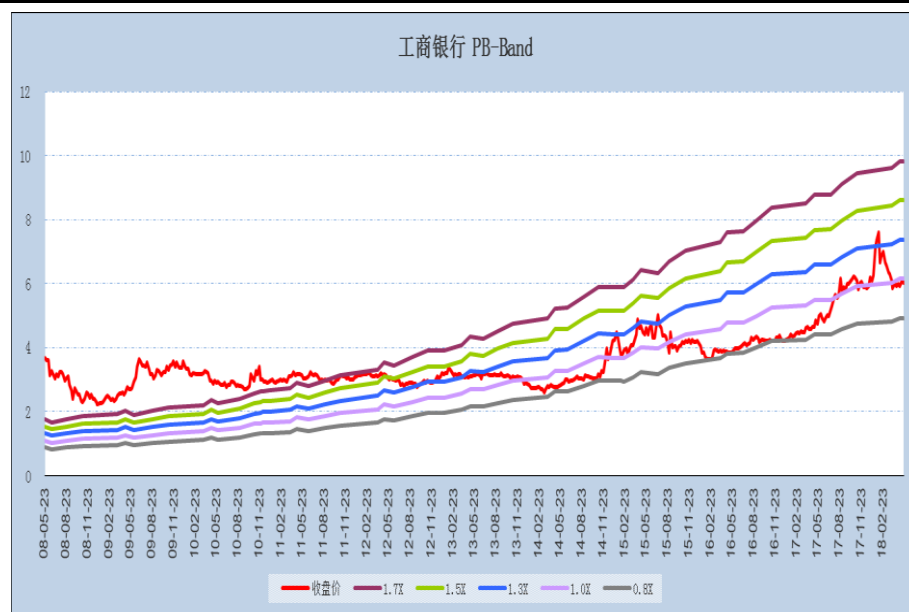
我们基于多阶段股利贴现模型（永续增长估算为 3.3%，贴现率为 12%）估算的公司合理股价为 7 元。考虑到潜在的回表压力以及违约率上升的因素影响，我们测算工商目前暂不存在资本缺口。当前工商银行估值动态 PB 0.95X，当前股价对应的股息率在 4.8% 左右。我们认为随着金融市场开放的加快，海外资金的加速流入，为银行股估值的提升提供了有利条件。公司银行目标股价 7 元/股，对应 2018 年 1.1 倍 PB，给予增持评级。

表4. PB敏感性分析

PB 敏感性分析		折现率				
		11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%
永续增长率	1.3%	1.14x	1.07x	1.01x	0.95x	0.90x
	1.8%	1.17x	1.10x	1.03x	0.97x	0.92x
	2.3%	1.20x	1.12x	1.05x	0.99x	0.93x
	2.8%	1.23x	1.15x	1.07x	1.01x	0.95x
	3.3%	1.27x	1.18x	1.10x	1.03x	0.97x
	3.8%	1.31x	1.22x	1.13x	1.06x	0.99x
	4.3%	1.36x	1.26x	1.16x	1.08x	1.01x
	4.8%	1.42x	1.30x	1.20x	1.12x	1.04x
	5.3%	1.49x	1.36x	1.25x	1.15x	1.07x

数据来源：公司公告，万联证券研究所

图18. 工商银行 PB-BAND



数据来源：公司公告，万联证券研究所

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。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名：郭懿

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。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。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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484