

# 工商银行 (601398)

证券研究报告  
2018年05月27日

## 综合经营领先，堪称世界一流大行

### 资产规模与盈利突出，堪称世界一流大行

**资产规模与盈利突出。**17年工行实现净利润2875亿元，为全球盈利规模最大的银行。截至18年3月末，工行资产规模达26.5万亿元，为资产规模最大的银行，超过摩根大通银行(2.61万亿美元)和HSBC(2.65万亿美元)。17年，工行ROE达14.35%，高于摩根大通银行(9.59%)和HSBC(5.91%)。

**工行已经基本成为跨区域、多元化的综合金融服务平台，多元业务相互促进、国内海外共同发展的格局逐渐成型。**工行境内境外同布局，深耕经济发达地区。截至17年末，工行已在42个国家和地区设立了419家机构，同时金融牌照齐全，附属子公司覆盖领域包括投资银行、债转股、保险、基金管理和金融租赁等。

### 负债优势带来较高的息差，造就较高的ROE

工行依托完善的网点布局以及较好的客户基础，负债成本优势明显，为A股负债成本率最低的几家上市银行之一。17年工行付息负债成本率为1.57%，为负债成本率最低的A股上市银行之一，显著低于行业平均。1Q18工行净息差为2.30%，显著高于同期商业银行2.08%的净息差水平。

较低的负债成本带来较高的息差，造就了其较高的ROE水平。17年工行ROE达14.35%，1Q18年化ROE上行至15.4%，居国有大行前列。

### 资产质量持续改善，拨备与资本压力较小

**资产质量有望进一步改善。**在资产质量改善的背景下，工行进一步严格了不良贷款认定标准，逾期90天以上贷款与不良贷款比例由1H16的97%大幅降至17年末的81%。逾期贷款率明显下降，已由1H16的3.0%大幅下降至17年末的2.0%，逾期贷款作为资产质量的前瞻指标，这意味着工行未来资产质量将进一步改善。

**拨备与资本压力较小。**1Q18，工行拨备覆盖率为175%，已超过传统的150%的监管线，拨贷比高达3%，拨备压力较充足。近年来，工行核心一级资本充足率和资本充足率稳步上升，1Q18分别达12.64%和15.09%，远超国内监管要求。工行近年来凭借多元业务共同发展，已经进入资本主要依靠内生性补充的阶段。

### 投资建议：盈利能力较高，堪称世界一流大行

我们认为，随着强监管的推进，银行业或呈现龙头集中之现象，工行作为国内银行业的龙头，公司治理规范市场化程度较高的大行，“大零售、大资管、大投行”战略综合布局，境内境外协同发展，未来发展空间非常大。

**首次覆盖，给予工行买入评级，目标估值1.2倍18PB，对应目标价7.90元/股，较当前约37%上行空间。**

**风险提示：**经济超预期下行导致资产质量大幅恶化；存款成本大幅抬升风险。

### 投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	5.78元
目标价格	7.90元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	269,612.21
流通A股股本(百万股)	269,612.21
A股总市值(百万元)	1,558,358.59
流通A股市值(百万元)	1,558,358.59
每股净资产(元)	5.85
资产负债率(%)	91.75
一年内最高/最低(元)	7.77/4.97

### 作者

<b>廖志明</b>	分析师
SAC执业证书编号: S1110517070001	
liaozhiming@tfzq.com	
<b>林瑾璐</b>	分析师
SAC执业证书编号: S1110517090002	
linjinlu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	6759	7265	8044	8708	9427
增长率(%)	(3.1)	7.5	10.7	8.2	8.3
归属母公司股东净利润(亿元)	2782	2860	3111	3387	3726
增长率(%)	0.4	2.8	8.8	8.9	10.0
每股收益(元)	0.78	0.80	0.87	0.95	1.05
市盈率(P/E)	7.40	7.20	6.62	6.08	5.53
市净率(P/B)	1.09	1.01	0.88	0.77	0.68

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

<b>1. 资产规模与盈利突出，堪称世界一流大行</b>	<b>4</b>
1.1. 脱胎于央行，奠定“宇宙行”基础	4
1.2. 资产规模领先，利润显王者之范	4
<b>2. 负债优势带来较高的息差，造就较高的 ROE</b>	<b>6</b>
2.1. 负债成本优势显著，净息差反转上行	6
2.2. 资产以贷款为主，生息资产增长稳健	8
2.3. 利息净收入发力营收向好，PPOP 增长较快	8
2.4. 经营稳健，高 ROE 之代表	10
<b>3. 业务多元齐发展，“大零售”锻造顶级大行</b>	<b>11</b>
3.1. 金融牌照较齐全，子公司盈利增长较快	11
3.2. 境内区域结构优化，境外营收贡献度持续提升	11
3.3. 零售业务发力，零售大行初长成	13
3.3.1. 信用卡业务稳居第一梯队	13
3.3.2. 大资管业务发展较好，堪称行业翘楚	14
<b>4. 资产质量持续改善，拨备和资本压力较小</b>	<b>15</b>
4.1. 不良认定严格，资产质量持续改善	15
4.2. 拨备较充足，压力较小	16
4.3. 资本内生性补充，核心一级资本压力较小	16
<b>5. 经营效率领先，积极打造 E-ICBC 生态圈</b>	<b>17</b>
5.1. 成本收入比低，经营效率领先	17
5.2. 积极推进渠道建设，E-ICBC 生态圈初成	18
<b>6. 投资建议：盈利能力较高，堪称世界一流大行</b>	<b>18</b>
<b>7. 风险提示</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1：成立十年，工行迅速成长为国内第一大行	4
图 2：工行资产规模 1Q18 达 26.5 万亿，居国内首位	5
图 3：工行净利润占上市银行净利润稳定在 19%以上（截至 1Q18）	5
图 4：工行存款规模巨大，高于其他三大行（截至 1Q18）	5
图 5：工行存款余额占金融机构存款余额保持优势，1Q18 达 11.94%	5
图 6：工行贷款规模巨大，高于其他三大行（截至 1Q18）	5
图 7：工行贷款余额占金融机构存款余额保持优势，1Q18 达 11.66%	5
图 8：工行净息差企稳回升，超行业平均水平	6
图 9：工行 17 年付息负债成本率仅 1.57%，负债成本优势明显	6
图 10：17 年工行存款占比达 87.27%，仅次于农行	7
图 11：工行存款成本率优势明显，17 年仅为 1.42%	7
图 12：存款为工行低成本的负债来源	7
图 13：工行负债以存款为主（截至 1Q18）	7

图 14: 14 年以来, 工行活期存款占比有所上升 .....	7
图 15: 工行居民存款占比 17 年末达 43.59% .....	7
图 16: 工行生息资产规模国内领先, 且增长稳健 (万亿) .....	8
图 17: 工行贷款占生息资产比重持续上升 (截至 1Q18) .....	8
图 18: 工行营收向好, 同比增速回升 (截至 1Q18) .....	9
图 19: 工行 PPOP 增速稳步提升, 1Q18 达 10.44% .....	9
图 20: 工行利息净收入增速企稳反弹, 1Q18 达 12.33% .....	10
图 21: 工行非息收入占比上升, 居同业前列 (截至 1Q18) .....	10
图 22: 1Q18 工行手续费收入同比增速已率先企稳回升, 达 1.6% .....	10
图 23: 工行 ROA 持续处于同业较高水平 (截至 1Q18) .....	10
图 24: 工行 ROE 居可比同业前列, 1Q18 达 15.4% .....	10
图 25: 工行综合化经营领先, 子公司发展喜人 (亿元, 换算 1 美元=6.51 元人民币) ...	11
图 26: 工行长三角、环渤海、珠三角地区省均存款规模大 (亿元) .....	12
图 27: 工行资产布局集中于长三角、环渤海、珠三角地区 .....	12
图 28: 工行境外布局完善 .....	12
图 29: 工行境外营收占比持续提升, 17 年达 14.6% .....	12
图 30: 1H17 工行境外营收总量国内领先, 达 561.43 亿元 .....	12
图 31: 工行海外业务利润增速远超同期集团利润增速, 17 年达 20.67% .....	13
图 32: 工行个人客户数持续增长, 17 年个人金融资产达 13 万亿 .....	13
图 33: 工行零售业务占比居行业前列, 2017 年达 39% .....	13
图 34: 工行信用卡累计发卡量居上市行首位 (截至 17 年年末) .....	14
图 35: 工行信用卡贷款余额居同业前列 (截至 17 年年末) .....	14
图 36: 17 年工行信用卡消费额居同业前列 (亿元) .....	14
图 37: 17 年工行授信额度及透支余额居行业前列 .....	14
图 38: 工行理财规模和托管资产规模位居国内银行第一 (截至 17 年年末, 万亿元) ...	14
图 39: 工行不良认定标准严格 .....	15
图 40: 17 年初以来, 工行不良贷款率持续下降, 1Q18 降至 1.52% .....	15
图 41: 1H16 以来, 工行关注贷款率及逾期贷款率明显走低 .....	15
图 42: 工行拨备压力减小, 拨备覆盖率和拨贷比上升 (截至 1Q18) .....	16
图 43: 工行核心一级资本充足率稳步提升, 17 年末达 12.77% .....	16
图 44: 工行核心一级资本充足率较高 .....	17
图 45: 工行资本充足率较高 .....	17
图 46: 工行成本收入比显著低于上市银行平均 (%) .....	17
图 47: 17 年初以来, 工行营收增长快于管理费用 (亿元) .....	18
图 48: 预测工行 2018/2019 年净利润增速接近 9% .....	19
图 49: 全球主要上市银行估值对比 (As of May, 2018) .....	20

## 1. 资产规模与盈利突出，堪称世界一流大行

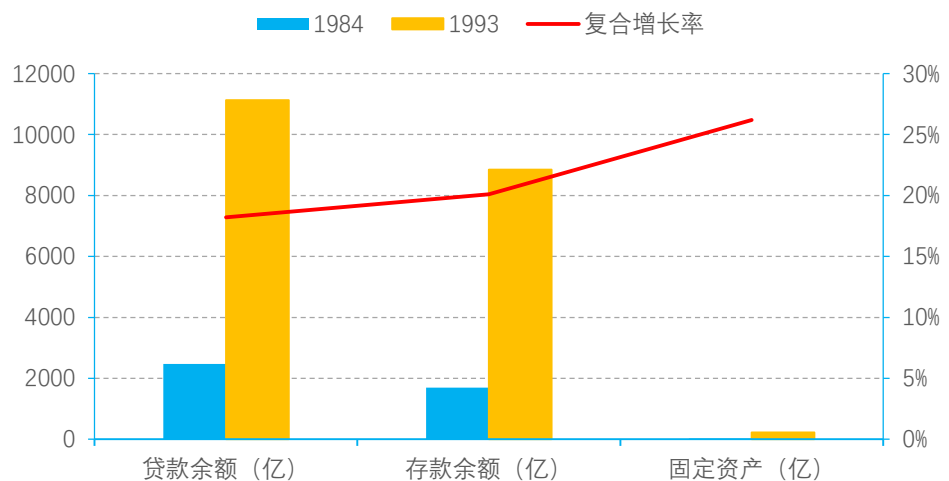
### 1.1. 脱胎于央行，奠定“宇宙行”基础

工行是城市经济体制改革和金融体制改革的产物。改革开放前，人民银行既承担货币政策制定和金融监管职能，又从事具体业务经营。1983年9月国务院正式决定人民银行专门行使中央银行职能，另筹建中国工商银行承接原人民银行的工商信贷和储蓄业务。1984年1月1日，工行正式成立，标志着我国国家专业银行体系最终确立。

**承接大量资产和业务，成立初期的工行基础夯实。**工行成立之初承接人民银行划转的流动资金贷款约占同期国家银行流动资金贷款余额的64.6%，固定资产贷款约占同期国家银行固定资产贷款余额的86.7%，城镇储蓄存款约占同期国家银行储蓄存款余额的87.8%。此外，还承接工商企业存款745.58亿元。

**积极进行企业化改革，迅速成长为国内第一大行。**1994年以前，工行作为国家专业银行，专注于工商企业信贷。1984年成立当年，工行各项存款余额1696.16亿元，各项贷款余额2470.22亿元，当年利润54.27亿元。截至1993年末，工行各项存款余额8844.44亿元，占国内银行业存款总额的38.1%，比1984年增长了4.2倍，年均增长20.1%；各项贷款余额11128.23亿元，占国内银行业贷款总额的42.1%，比1984年增长了3.5倍，年均增长18.2%。工行获得并保持了国内第一大银行的地位。

图 1：成立十年，工行迅速成长为国内第一大行



资料来源：工行官网，天风证券研究所

**消不良调结构，向国家商业银行转型。**1994年至2004年工行积极消化不良，期间累计向华融资产管理公司剥离了不良资产及转股债权4077亿元。到2004年末，工行实现了不良贷款余额、不良贷款率“双降”。其中不良贷款率降至18.99%，比1999年峰值下降28.6个百分点。

**引入外资，股改上市。**2005中央汇金和财政部注资工行，同时工行部署不良资产二次剥离。2006年初，高盛出资37.8亿美元入股工商银行。完成财务重组和引入外资后，工行于10月底登录沪、港两市。按上市当日收盘价对应的市值计算，在全额行使绿鞋后，A+H股总市值达到1419亿美元，成为当时全球排名第五位的上市银行。

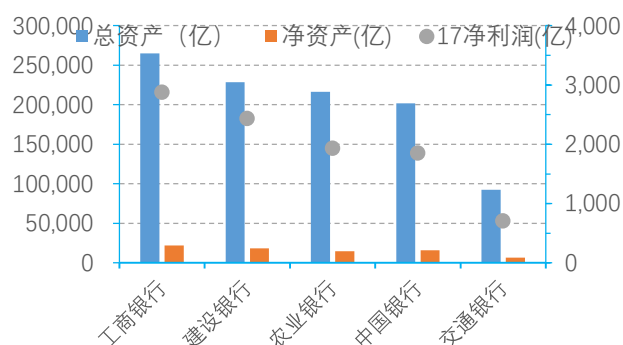
截至2017年年末，工行资产规模、净利润、一级资本规模继续保持全球第一。

### 1.2. 资产规模领先，利润显王者之范

**资产规模遥遥领先，国内领先的大行。**截至18年3月末，工行资产规模达到26.5万亿元，净资产达2.2万亿，17年实现净利润2874.5亿元，均居国内商业银行首位。1Q18工行净

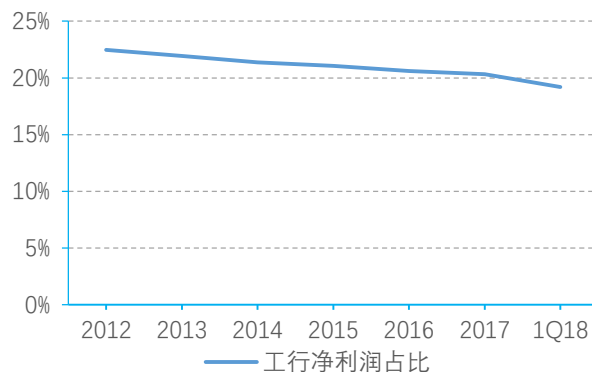
利润占 A 股上市银行净利润的 19.32%，且这一比重长期稳定在 19% 以上。

图 2：工行资产规模 1Q18 达 26.5 万亿，居国内首位



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：工行净利润占上市银行净利润稳定在 19% 以上（截至 1Q18）

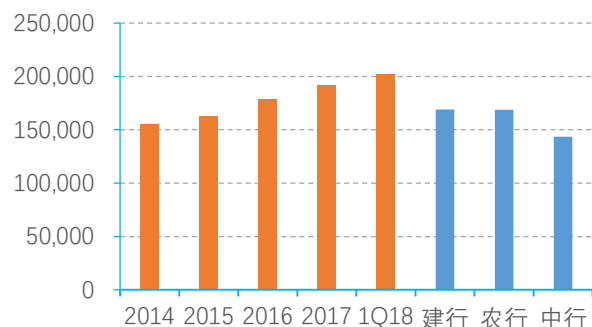


资料来源：Wind，天风证券研究所

**网点体系完备，“瘦身”初见成效。**截至 2017 年年末，工行全国营业网点 1.61 万家，2016 年为 1.64 万家，仅次于农行。17 年网络金融业务笔数占全年业务笔数已经提升至 94.86%，依托电子渠道，网点瘦身初见成效。

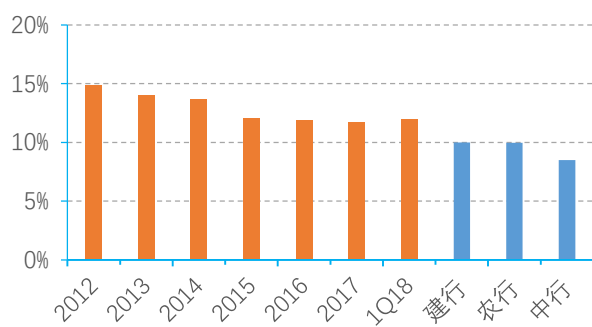
**存款规模为国内第一。**12 年-17 年工行存款复合增长率达 7.10%，优势显著；1Q18 存款规模达 20.2 万亿，遥居国内第一。近年来，随着互联网金融的兴起、货币基金市场的发展以及中小银行吸收存款后程发力，工行存款占金融机构存款的份额有所下降，但凭借其国有大行品牌优势和庞大的客户基础，这一比例仍然保持绝对优势，1Q18 达 11.94%。

图 4：工行存款规模巨大，高于其他三大行（截至 1Q18）



资料来源：Wind，天风证券研究所

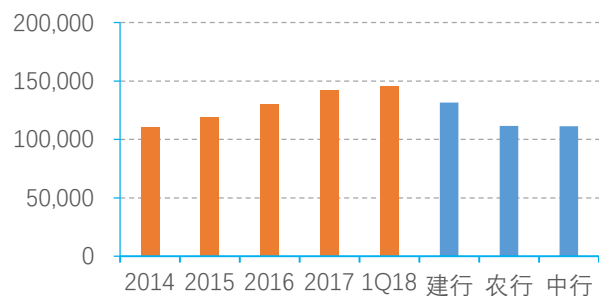
图 5：工行存款余额占金融机构存款余额保持优势，1Q18 达 11.94%



资料来源：Wind，天风证券研究所

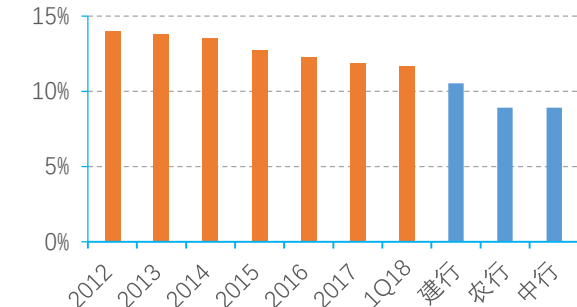
**贷款规模领先。**12 至 17 年贷款复合增长率达 10.09%，1Q18 贷款余额达 14.6 万亿，遥居国内商业银行第一。近年来，银行业竞争加剧以及大行信贷审核较为谨慎，工行贷款市场份额略有下降，1Q18 为 11.66%。

图 6：工行贷款规模巨大，高于其他三大行（截至 1Q18）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：工行贷款余额占金融机构存款余额保持优势，1Q18 达 11.66%



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 负债优势带来较高的息差，造就较高的 ROE

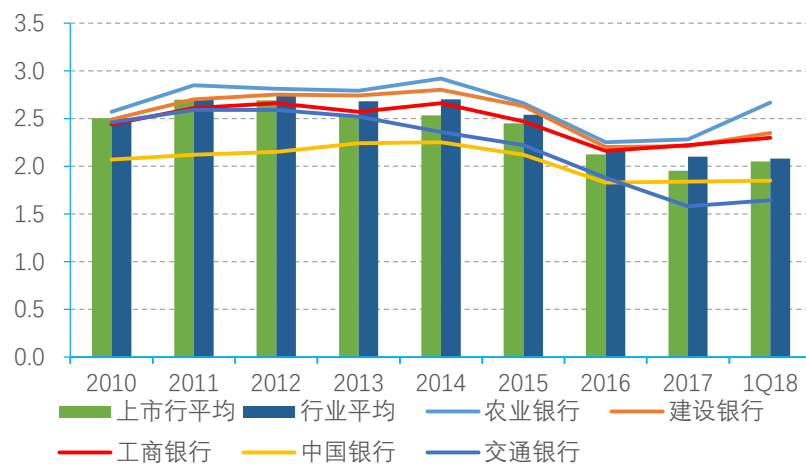
工行依托完善的网点布局以及较好的客户基础，负债成本优势明显，为 A 股负债成本率最低的几家上市银行之一。较低的负债成本带来较高的息差，造就了其较高的 ROE 水平。

### 2.1. 负债成本优势显著，净息差反转上行

**净息差较高。**1Q18 工行净息差为 2.30%，显著高于同期商业银行 2.08% 的净息差水平，亦大幅高于 2.05% 的上市银行平均，工行净息差较高。

**净息差反转上行。**2013 年以来，受经济下行以及连续多次降息等影响，行业净息差收窄，工行净息差亦由 2014 年的 2.66% 大降至 2016 年的 2.16%。2017 年以来，受经济企稳复苏、市场利率上行等推动，贷款利率进入上升通道，工行净息差进入上升通道。1Q18 净息差达 2.30%，较 2017 年（2.22%）明显上升。

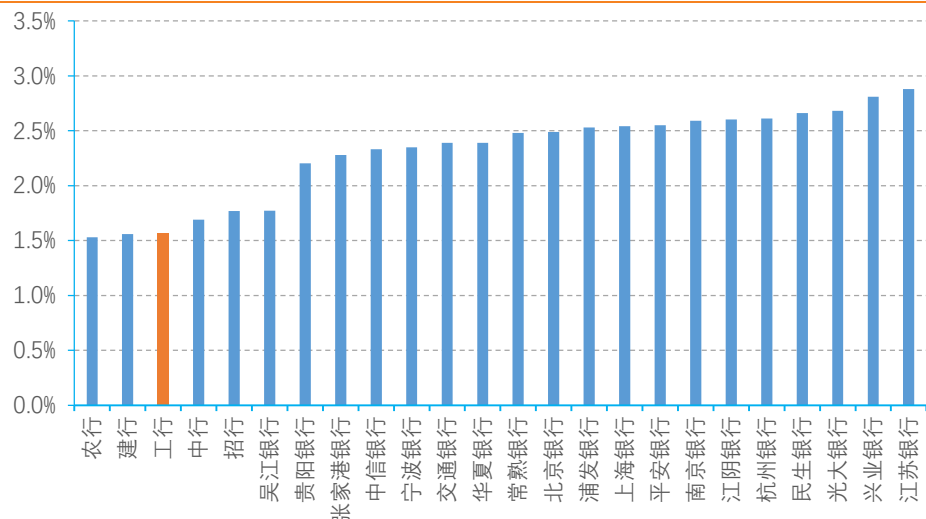
图 8：工行净息差企稳回升，超行业平均水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

**较高的净息差得益于庞大客户群体优势下的低成本负债优势。**2017 年工行付息负债成本率为 1.57%，为负债成本率最低的 A 股上市银行之一，显著低于行业平均。

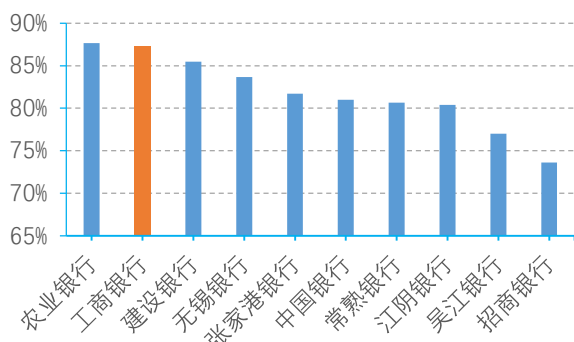
图 9：工行 17 年付息负债成本率仅 1.57%，负债成本优势明显



资料来源：Wind，公司财报，天风证券研究所

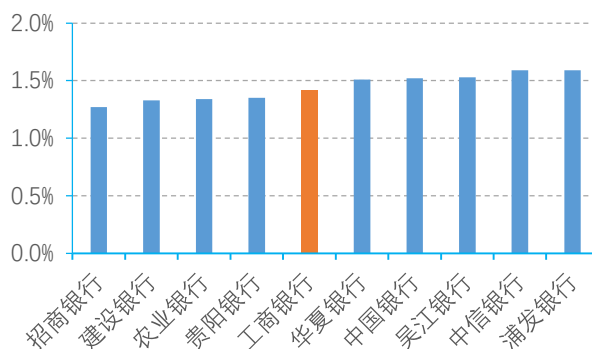
**存款成本率低。**招行零售银行的优势带来较多的个人存款以及活期存款，农行积极布局县域以及贵阳银行地域优势带来较多的活期存款，让其存款成本偏低。工行 17 年存款付息率仅高于招行、农行、贵阳银行和建行，仅为 1.42%。

图 10：17 年工行存款占比达 87.27%，仅次于农行



资料来源：公司财报，天风证券研究所

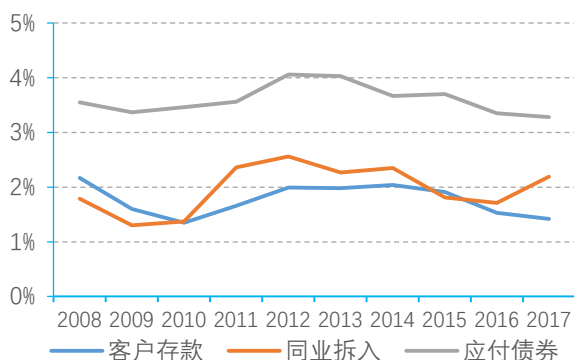
图 11：工行存款成本率优势明显，17 年仅为 1.42%



资料来源：Wind，天风证券研究所

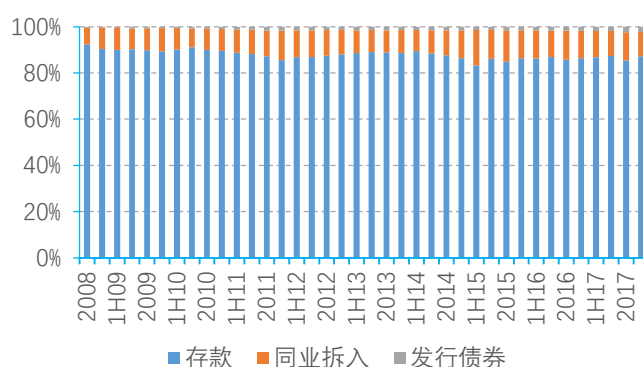
**负债以存款为主，结构好。**17 年末，工行存款占比高达 87.27%，A 股上市市中仅次于农行，负债结构好。工行经营稳健，客户基础好，存款增长较好，并未过于依赖同业负债，资产扩张主要靠存款增长来支撑。

图 12：存款为工行低成本的负债来源



资料来源：Wind，天风证券研究所

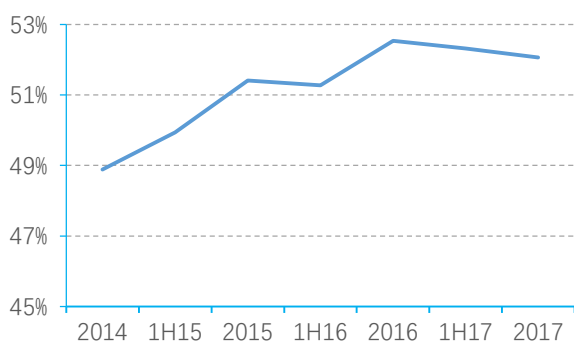
图 13：工行负债以存款为主（截至 1Q18）



资料来源：Wind，公司财报，天风证券研究所

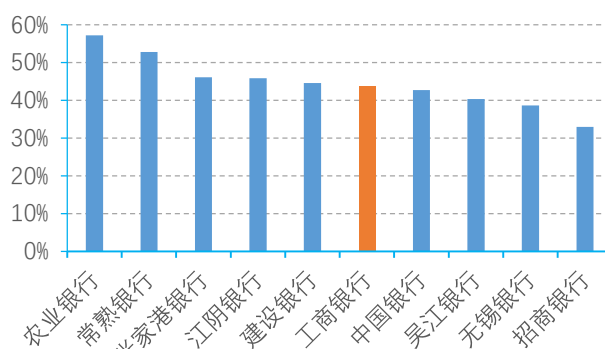
**从存款结构来看，活期占比稳定在 50%左右。**17 年末，存款的活期占比达 51.44%；14 年以来，活期存款占比逐渐提升，工行“大零售”战略初见成效。**居民存款占比居行业前列**，17 年末达 43.59%，这与其网点众多、积极开拓线上线下渠道及品牌优势等无不关系。

图 14：14 年以来，工行活期存款占比有所上升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 15：工行居民存款占比 17 年末达 43.59%

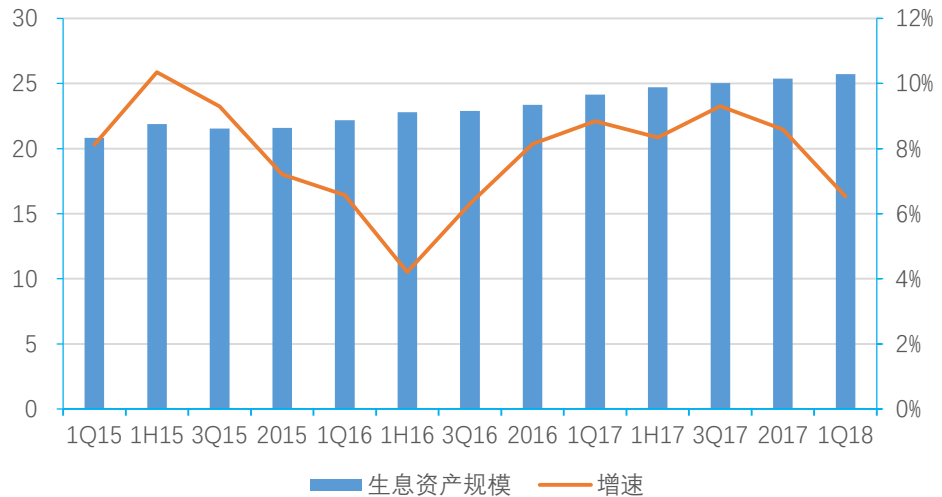


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 资产以贷款为主，生息资产增长稳健

**生息资产规模国内领先，增速企稳。**工行生息资产规模常年位居国内第一，1Q18达25.72万亿元，占总资产的比重超过97%。生息资产同比增速基本稳定，在16年中触底后一路回升，17年末达到8.59%。

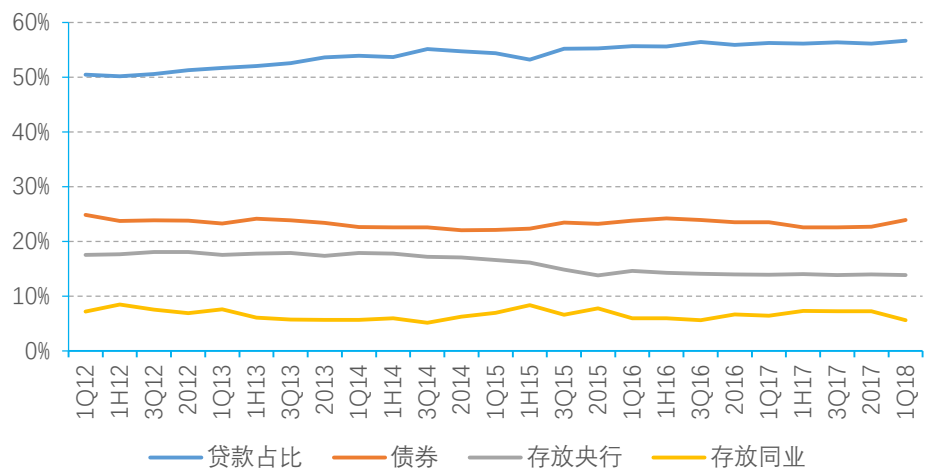
图 16：工行生息资产规模国内领先，且增长稳健（万亿）



资料来源：上市公司财务报表，天风证券研究所

**生息资产以贷款为主，占比较为稳定。贷款占生息资产比重持续高于50%，且呈现持续上升的趋势，1Q18贷款占比为56.63%，为2010年以后的最高值。**由于对公客户优势以及发力房贷，中长期贷款增加迅速，17年增加1.3万亿元，同比增速达15%。17年为金融监管大年，工行贷款尤其是中长期贷款比重上升，受影响程度小。未来，强监管之下银行回归本源存贷款业务，有着很好的客户基础的工行优势明显。

图 17：工行贷款占生息资产比重持续上升（截至1Q18）



资料来源：上市银行财务报表，天风证券研究所

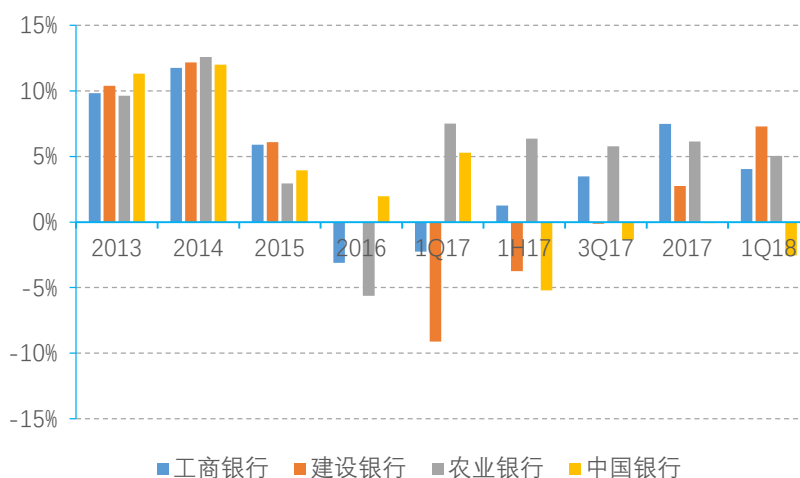
工行改革创新渠道建设，深化大零售战略推动个人贷款增长，优化平台建设促进公司金融业务稳健发展。**我们认为，这将支撑工行贷款持续较快增长。**

## 2.3. 利息净收入发力营收向好，PPOP 增长较快



**营收向好。**由于 2014 年以来连续多次降息影响利息收入等因素，多数银行营收增速有所下降；工行营收增速于 16 年见底，之后企稳回升，17 年达 7.49%，居四大行首位。若考虑国债地方债投资的免税效应，工行 1Q18 实质营收仍较好。

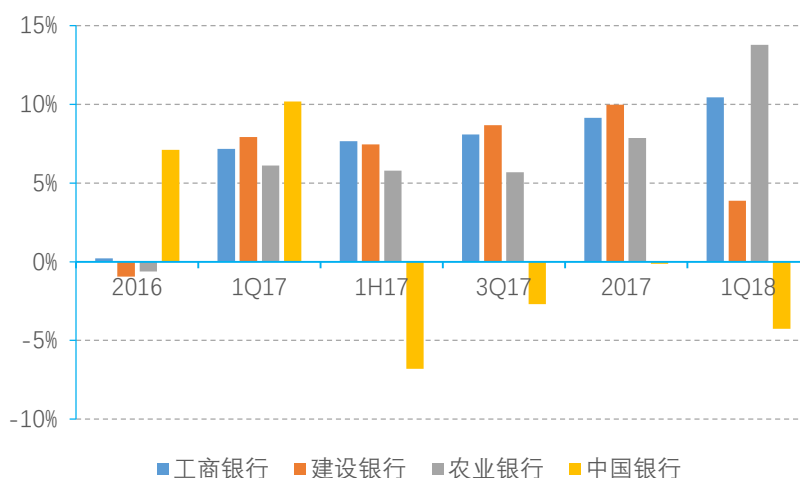
图 18：工行营收向好，同比增速回升（截至 1Q18）



资料来源：上市公司财务报表，天风证券研究所

由于拨备的主观性较强，一般认为，PPOP 是更能反映实质盈利的指标。工行 PPOP 增速由 16 年的接近 0 逐步上升至 1Q18 的 10.4%，明显提升。

图 19：工行 PPOP 增速稳步提升，1Q18 达 10.44%

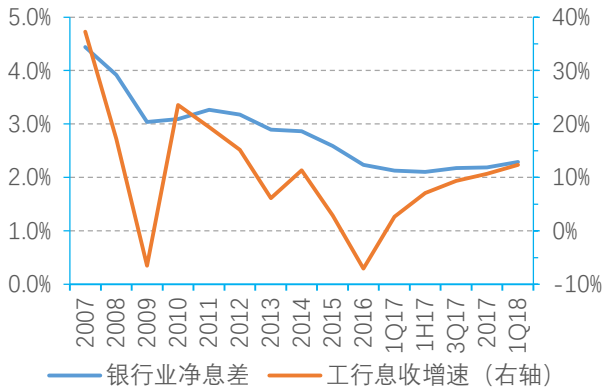


资料来源：上市公司财务报表，天风证券研究所

**利息净收入增速企稳回升。**自 2007 年以来我国商业银行净息差持续收窄，同时受 12 年以来央行多次降息的持续影响，工行息收同比增速下滑，并于 16 年触底，后蓄势反弹。随着净息差企稳回升，1Q18 工行利息净收入增速已反弹至 12.33%。

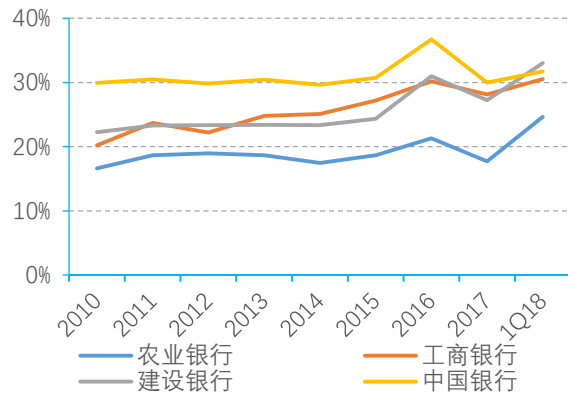
**非息收入占比提升，营收结构向好。**工行推出大零售战略，持续深耕中间业务板块，非息收入占比逐渐上升且居于四大行前列。17 年在强金融监管的背景下，非息收入占比下降主要是，资本市场表现一般影响代销收入，理财业务收入增长亦受到强监管影响而显著放缓，工行 17 年手续费及佣金净收入比上年减少 53.48 亿元。

图 20: 工行利息净收入增速企稳反弹, 1Q18 达 12.33%



资料来源: Wind, 上市公司财务报表, 天风证券研究所

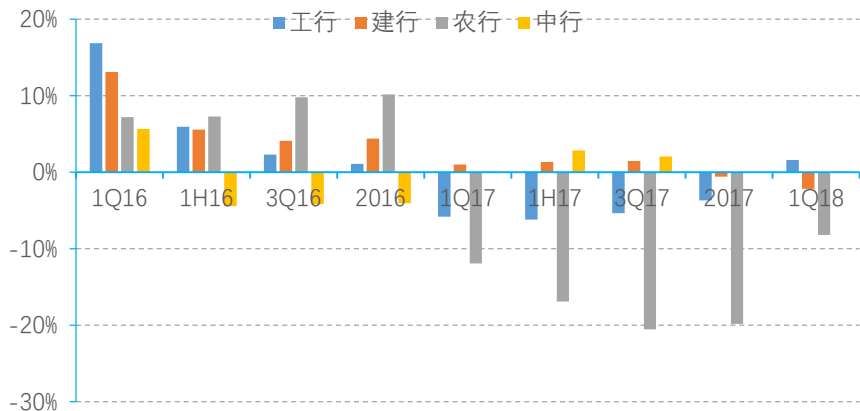
图 21: 工行非息收入占比上升, 居同业前列 (截至 1Q18)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

**手续费及佣金收入阶段性承压。**随着资管新规落地, 短期内理财规模增长放缓或带来中收下降, 此外银行主动减税让利等因素也拖累中收增长。17 年工行因债券和资本市场波动、保险产品监管规范、营改增实施等影响, 代理基金及保险、私人银行、投融资顾问、债券发行与承销、对公理财等业务收入减少。1Q18 工行手续费收入增速同比转正, 在四大行中率先企稳, 其“大零售”、“大资管”、“大投行”的综合布局带来了积极影响。

图 22: 1Q18 工行手续费收入同比增速已率先企稳回升, 达 1.6%

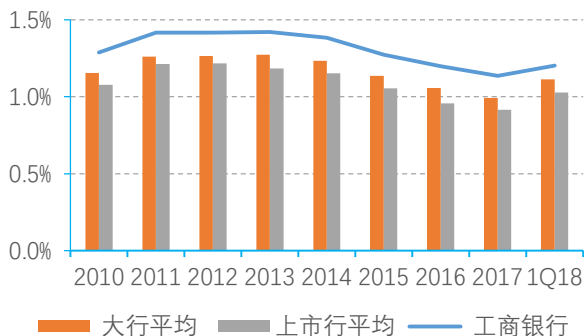


资料来源: WIND, 天风证券研究所

## 2.4. 经营稳健, 高 ROE 之代表

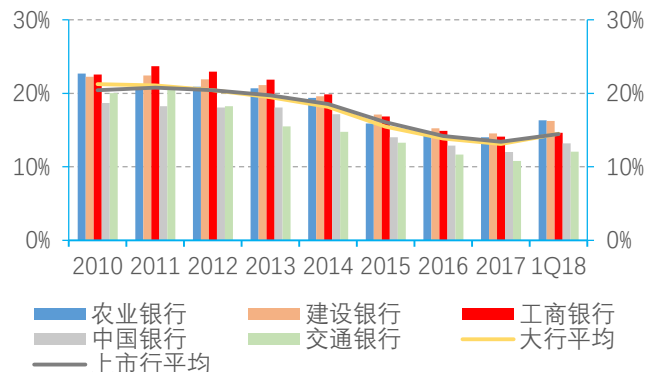
**ROA 较高。**工行 ROA 持续处于同业较高水平, 17 年达 1.14%仅次于招行。12 年以来, 央行多次降息银行净息差收窄, 13 年以来行业不良压力上升, 工行净利润增速下行, ROA 也略微下降。17 年以来, 资产质量改善, 净息差企稳回升, 工行 ROA 已企稳回升。

图 23: 工行 ROA 持续处于同业较高水平 (截至 1Q18)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 24: 工行 ROE 居可比同业前列, 1Q18 达 15.4%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

ROE 较高，居国有大行前列。17 年工行 ROE 达 14.35%，1Q18 年化 ROE 上行至 15.4%，RORWA 达 2%，盈利能力稳定。我们认为，工行稳定且高于同行的盈利能力主要在于综合布局，客户基础优良，负债端优势明显，在资产质量企稳之后尤其突出；自工行推进“大零售、大资管、大投行”战略以来，业务进一步多元化，营收结构也进一步改善。

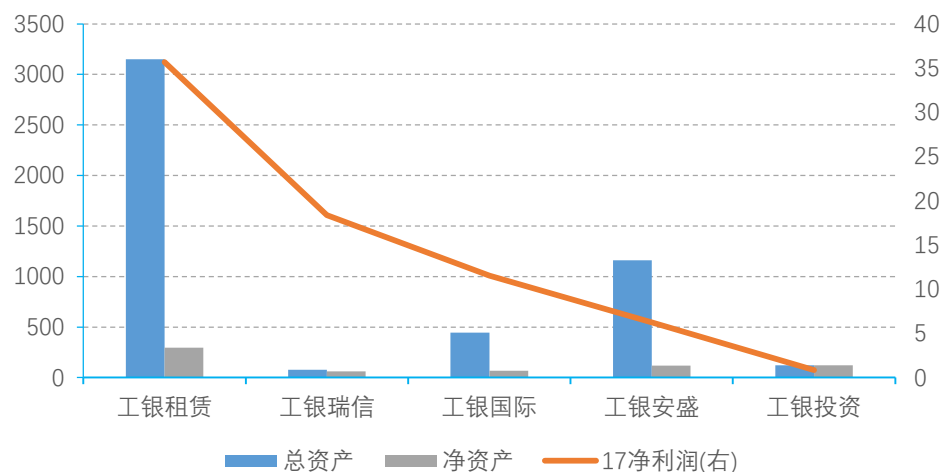
### 3. 业务多元齐发展，“大零售”锻造顶级大行

我们认为，工行持续推进大零售、大资管、大投行的发展战略，金融牌照较齐全，子公司多元化布局完善，已经基本成为跨区域、多元化的综合金融服务平台，多元业务相互促进、国内海外共同发展的格局逐渐成型。

#### 3.1. 金融牌照较齐全，子公司盈利增长较快

**金融牌照齐全。**工行主动适应市场需求，不断完善综合化经营战略，积极审慎推进综合化经营。综合经营附属子公司包括工银国际控股有限公司（下称“工银国际”，于中国香港注册）、工银金融资产投资有限公司（下称“工银投资”）、工银安盛人寿保险有限公司、工银瑞信基金管理有限公司和工银金融租赁有限公司等。**其中工银投资成立于 2017 年，是国内首批商业银行债转股实施机构。**五家附属子公司所覆盖的领域涵盖大部分金融业务，包括投资银行、债转股、保险、基金管理和金融租赁等。此外，巴西子行拥有商业银行和投资银行双牌照。

图 25：工行综合化经营领先，子公司发展喜人（亿元，换算 1 美元=6.51 元人民币）



资料来源：上市公司财务报表，天风证券研究所

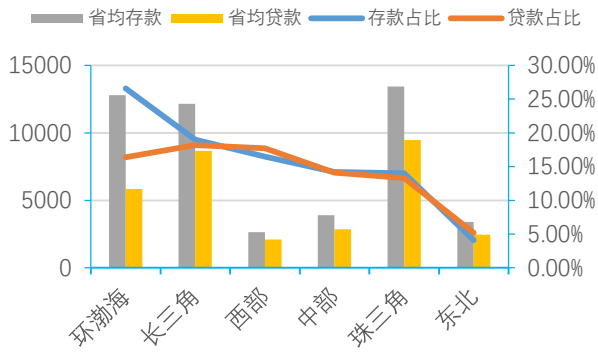
**多元化子公司盈利对集团总利润贡献保持稳定。**2017 年工行境内三家子公司实现净利润总计 61.16 亿元，对集团净利润的贡献度也达到了 2.13%，高于 16 年（16 年三家境内子公司净利润为 55.64 亿元，占比为 1.99%），基本保持稳定。

#### 3.2. 境内区域结构优化，境外营收贡献度持续提升

**深耕经济发达地区。**2017 年来自环渤海地区和长三角地区的营收占总营收的比例较高，分别为 17.3%和 10.9%；同时对集团税前利润的贡献度远超其他地区，分别为 18.3%和 19.6%。

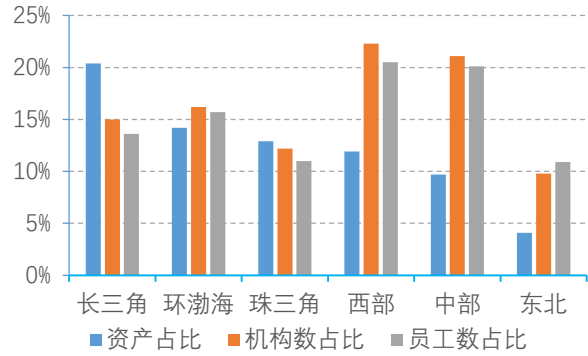
**资产、存款和贷款投放集中于环渤海、长三角、珠三角地区。**工行在三个地区吸收的存款占比近 60%，投放贷款近 50%。环渤海、长三角、珠三角地区三个地区的省均存贷款在系统内遥遥领先。17 年末，中部和西部地区的分支机构数分别为 3557 和 3776 个，占全国总数的比例分别为 21%和 23%，西部地区省均资产规模显著低于长三角和珠三角地区。

图 26：工行长三角、环渤海、珠三角地区省均存款规模大（亿元）



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

图 27：工行资产布局集中于长三角、环渤海、珠三角地区



资料来源：WIND，天风证券研究所

**海外布局优势渐显。**截至 17 年末，工行在 45 个国家和地区设立了 419 家机构，资产达 3586 亿美元与 143 个国家和地区的 1545 家境外银行建立代理关系。此外，工行通过参股标准银行间接覆盖非洲 20 个国家，同时积极发展新兴市场货币外汇买卖业务，覆盖“一带一路”沿线二十个国家和地区。通过直接设立子公司、控股或者签订代理关系等方式，直接或间接将影响力辐射至六大洲和主要国际金融中心，国际化竞争优势突出。

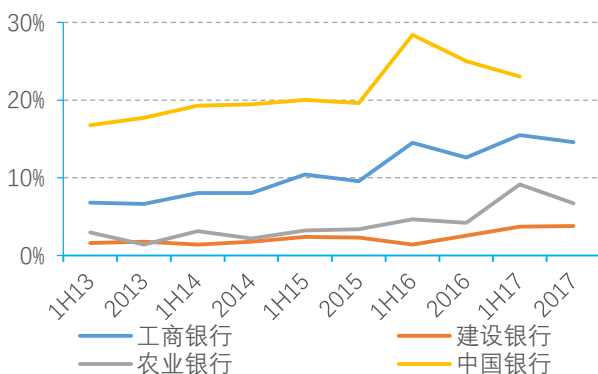
图 28：工行境外布局完善



资料来源：《工商银行 2017 年年度报告》，天风证券研究所

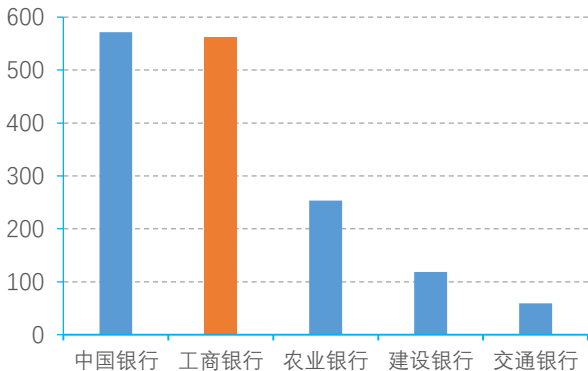
**境外营收占比持续提升。**工行境外营收占比仅次于中行，近五年境外营收的贡献度持续提升，17 年占比达 14.6%。工行境外营收规模居前列，1H17 达到 561.43 亿元，略逊于中行。

图 29：工行境外营收占比持续提升，17 年达 14.6%



资料来源：上市公司财务报表，天风证券研究所

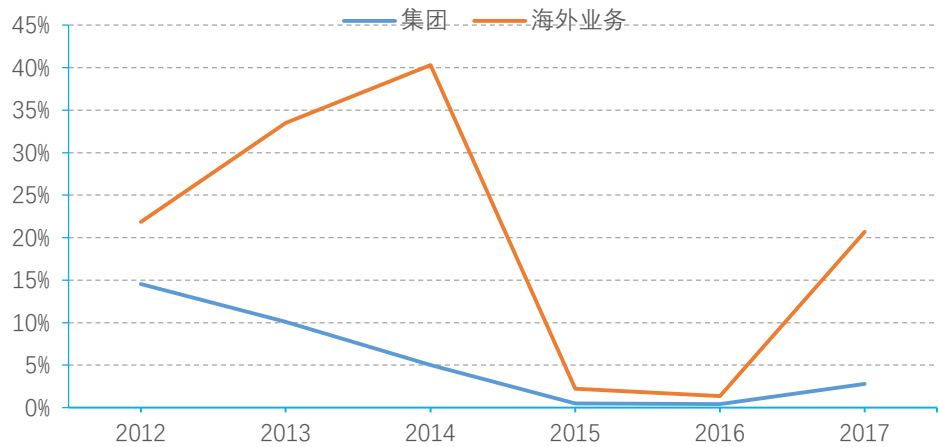
图 30：1H17 工行境外营收总量国内领先，达 561.43 亿元



资料来源：WIND，天风证券研究所

境外业务对集团利润贡献增加。自 2012 年以来，海外业务利润增速超过集团利润增速，17 年更是同比增长 20.67%。17 年工行境外机构存款和贷款增速分别达到 16.1% (集团 7.9%) 和 14.4% (集团 9.0%)。在境内网点瘦身大趋势下，境外营收或将成为重要的盈利增长点。

图 31：工行海外业务利润增速远超同期集团利润增速，17 年达 20.67%



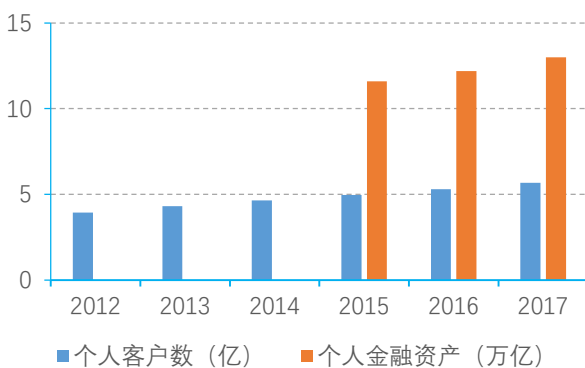
资料来源：公司财报，天风证券研究所

### 3.3. 零售业务发力，零售大行初长成

工行致力于打造“百年老店”，抓住居民消费升级的时机，运用互联网思维，将大数据、AI 等金融科技与银行业务深度融合，持续推进大零售战略。在零售领域坚持专业专注，开拓专业化经营模式，锻造“大行工匠”。

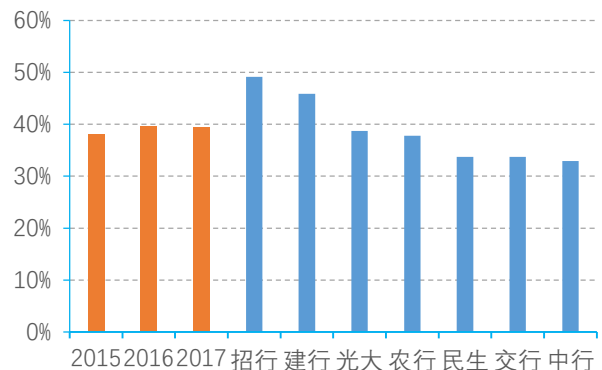
“大零售”战略初见成效。自 12 年来，工行个人客户数稳步提升，年化复合增长率 7.61%；17 年末个人客户数达 5.67 亿；零售业务占比持续提升，2017 年零售业务营收占比达 39%。截至 2017 年末，工行个人金融资产总额 13.0 万亿元，个人贷款余额 4.9 万亿；个人存款达 8.4 万亿。2017 年，代理基金销售 9232 亿元，代理个人保险销售 1364 亿元。

图 32：工行个人客户数持续增长，17 年个人金融资产达 13 万亿



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 33：工行零售业务占比居行业前列，2017 年达 39%

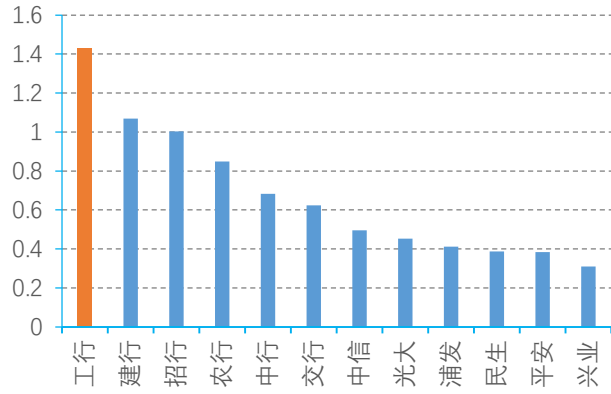


资料来源：WIND，天风证券研究所

#### 3.3.1. 信用卡业务稳居第一梯队

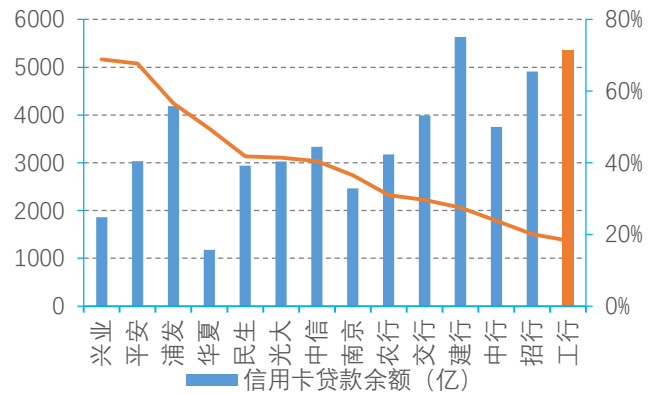
信用卡累计发卡量、贷款余额稳居商业银行前列。工行凭借率先推出 VISA 和 MASTER 卡片的先发优势，积累了大量优质的客户资源，经过多年来的跑马圈地，无疑成了国内银行业信用卡业务的领头羊。截至 17 年末，信用卡累计发卡量达 1.43 亿张，居上市银行首位；信用卡客户达 8859 万户，为国内客户总量最大的信用卡发卡行。

图 34：工行信用卡累计发卡量居上市行首位（截至 17 年年末）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

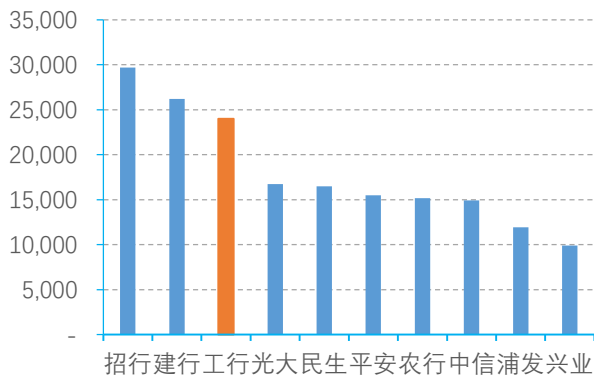
图 35：工行信用卡贷款余额居同业前列（截至 17 年年末）



资料来源：WIND，天风证券研究所

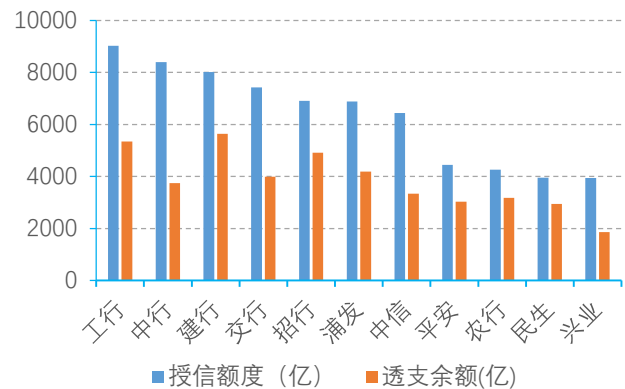
**信用卡消费额等位居前列。**截至 17 年末，工行信用卡客户数已增至 8859 万，消费额达 2.4 万亿元（除建行、工行、农行外，其他行均披露交易额），授信额度高达 9022 亿元。这为信用卡手续费、商户回佣、代理结算费、分期手续费收入创造了极好的基础。

图 36：17 年工行信用卡消费额居同业前列（亿元）



资料来源：市银行定期报告，天风证券研究所

图 37：17 年工行授信额度及透支余额居行业前列

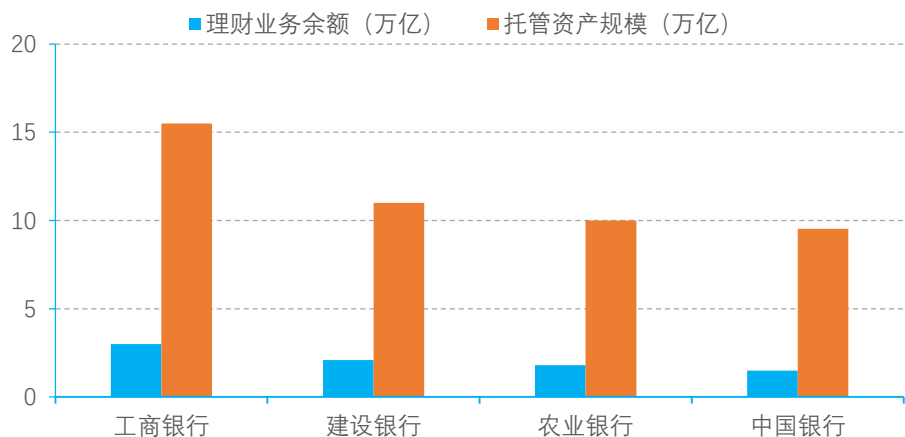


资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

### 3.3.2. 大资管业务发展较好，堪称行业翘楚

**资管业务发展较好。**工行借助资产托管、管理和养老金等业务优势，依托各子公司的综合化经营，构建了完整的“大资管”体系。截至 17 年末，理财业务余额达到 3 万亿元，保持行业第一，同时托管资产规模达 15.5 万亿元，也位于市场领先地位。

图 38：工行理财规模和托管资产规模位居国内银行第一（截至 17 年年末，万亿元）



资料来源：上市公司定期报告，天风证券研究所

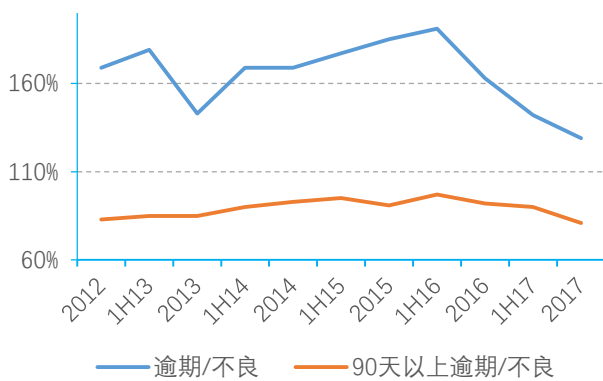
多元业务共同发展，同时为公司客户和个人客户打造完整的金融服务链。零售业务持续深化，带动客户数量稳定增长，尤其是私人银行业务的发展直接导致托管资金规模的迅速增加。大投行战略也有助于吸收并购贷款客户，且贷款资金规模大，信息搜寻成本相对较低。降低客户的交易成本，实现了多元业务互促共同发展的双赢局面。

## 4. 资产质量持续改善，拨备和资本压力较小

### 4.1. 不良认定严格，资产质量持续改善

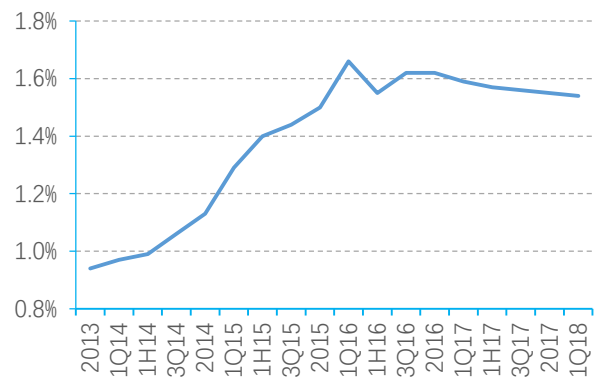
**不良贷款认定标准趋严。**一般来说，逾期贷款与不良贷款的比例越小，表明逾期贷款中被认定为不良贷款的比例越高。自 1H16 以来，逾期贷款与不良贷款比例持续走低，表明不良贷款认定标准趋严。17 年末，逾期/不良贷款的比值降至五年来低位的 129%；逾期 90 天以上/不良常年低于 100%，17 年末为 81%，不良认定标准严格。

图 39：工行不良认定标准严格



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 40：17 年初以来，工行不良贷款率持续下降，1Q18 降至 1.52%

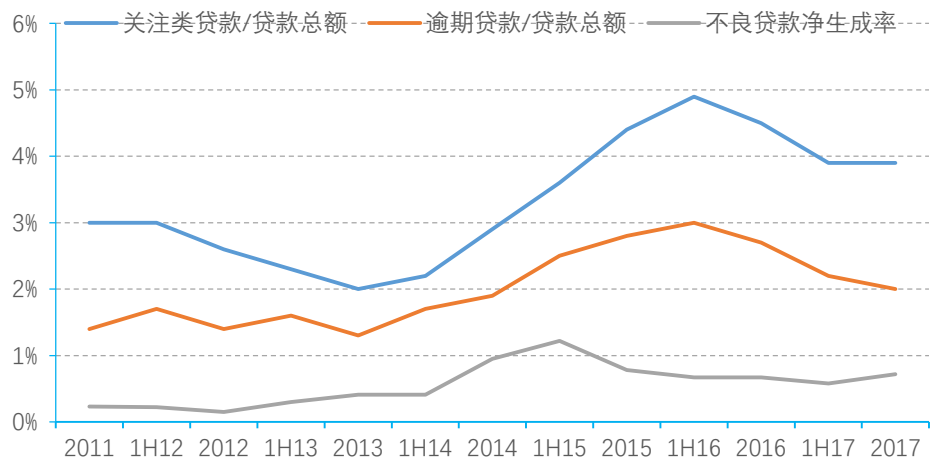


资料来源：WIND，天风证券研究所

**不良贷款率下降趋势确立。**2013 年以来，随着经济下行压力加大，工行不良贷款率快速攀升，1Q16 达到峰值 1.66%。17 年以来，在经济企稳复苏之下，工行不良贷款率开始下降，1Q18 继续下降至 1.52%。

**资产质量有望持续改善。**自 16 年以来，关注类贷款率、逾期贷款率持续下降，关注贷款率由 1H16 的 4.9% 降至 17 年末的 3.9%，逾期贷款率则由 1H16 的 3.0% 降至 17 年末的 2.0%。而关注贷款率与逾期贷款率作为不良贷款的前瞻指标，或意味着工行资产质量有望进一步改善。

图 41：1H16 以来，工行关注贷款率及逾期贷款率明显走低

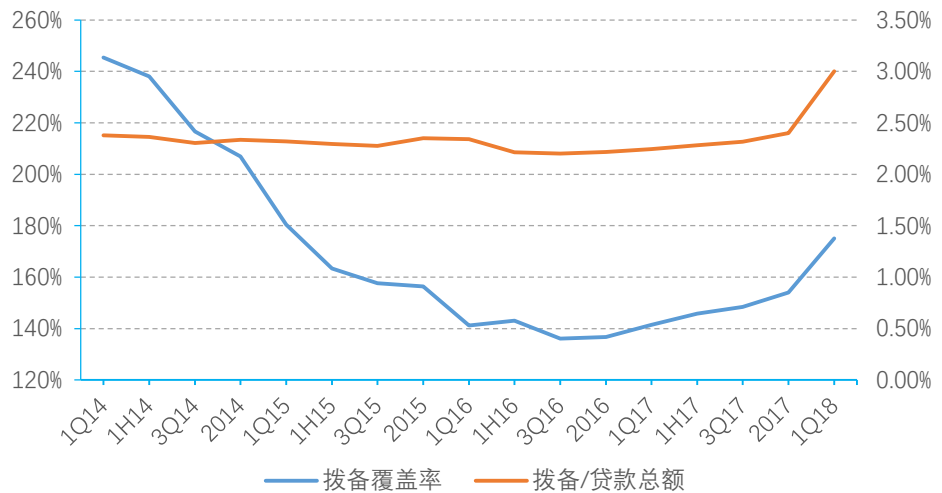


资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 4.2. 拨备较充足，压力较小

拨备覆盖率较高，拨备压力较小。1Q18，工行拨备覆盖率为 175%，已超过传统的 150% 的标准线，同时拨贷比高达 3%。根据《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求通知》，拨备覆盖率监管要求由 150% 调整为 120%-150%。拨备提升+拨备新规之下，工行拨备计提压力减小，盈利释放空间增大。

图 42：工行拨备压力减小，拨备覆盖率和拨贷比上升（截至 1Q18）

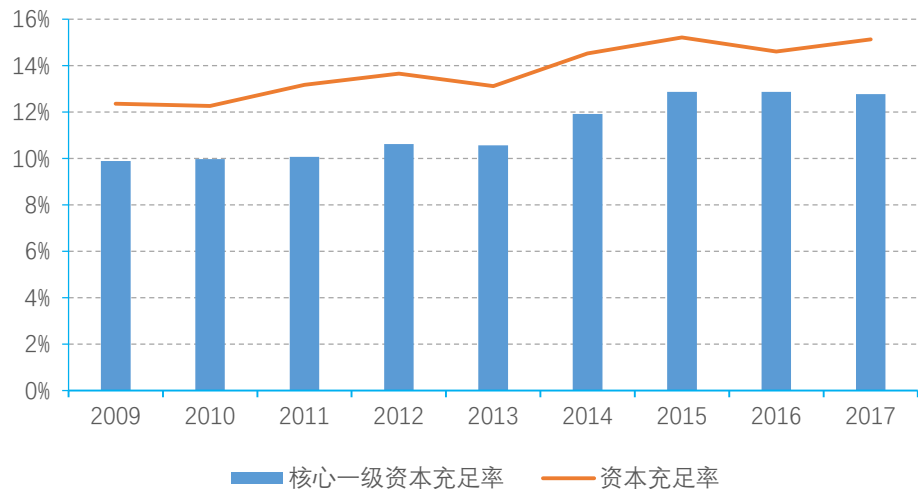


资料来源：WIND，天风证券研究所

## 4.3. 资本内生性补充，核心一级资本压力较小

资本压力小。近年来，核心一级资本充足率和资本充足率稳步上升，1Q18 分别达 12.64% 和 15.09%，远超国内监管要求。工行近年来凭借多元业务共同发展，综合经营逐渐打破了“信贷扩张-资本约束-再融资-新一轮信贷扩张”的老路，已经进入资本主要依靠内生性补充的阶段。

图 43：工行核心一级资本充足率稳步提升，17 年末达 12.77%

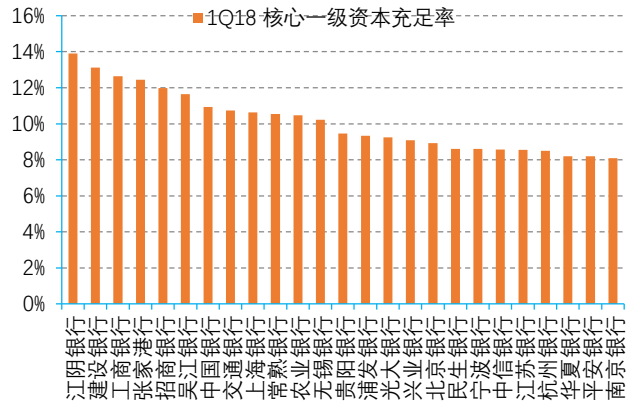


资料来源：WIND，天风证券研究所

核心一级资本压力较小。工行 1Q18 核心一级资本充足率达 12.64%，居 A 股上市银行前列，远高于国内 8.5% 的监管要求，核心一级资本压力较小。

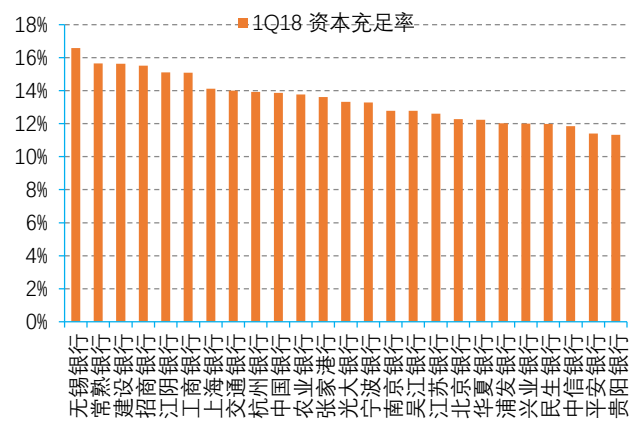


图 44：工行核心一级资本充足率较高



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 45：工行资本充足率较高



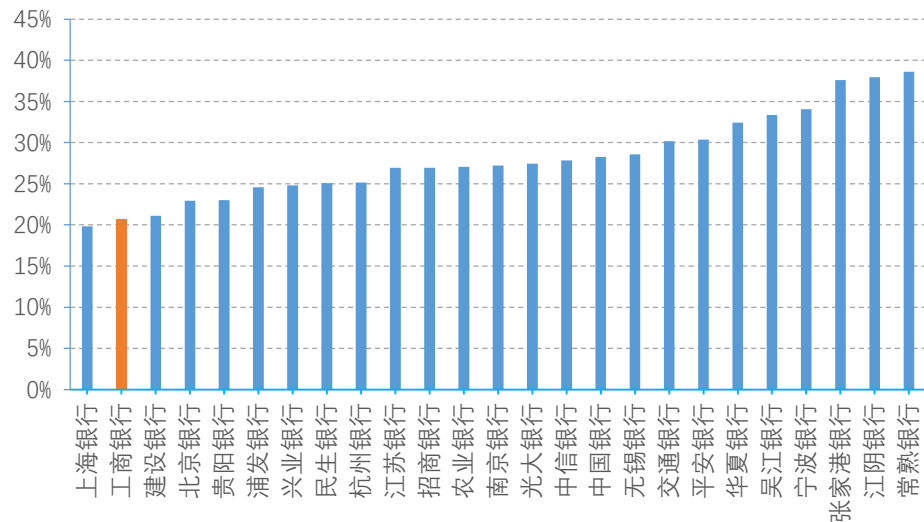
资料来源：WIND，天风证券研究所

## 5. 经营效率领先，积极打造 E-ICBC 生态圈

### 5.1. 成本收入比低，经营效率领先

**成本收入比低，经营效率高。**1Q18 工行收入成本比为 20.74%，在 A 股上市银行中仅次于上海银行。相比 16 年同期，工行 17 年每个季度的成本收入比均有所下降，为上市银行中仅有的成本收入比有所下滑的 3 家银行之一（另两家分别为无锡银行和吴江银行）。工行成本控制较好，经营效率已处于行业领先地位，且成本收入比呈现进一步下降的趋势。

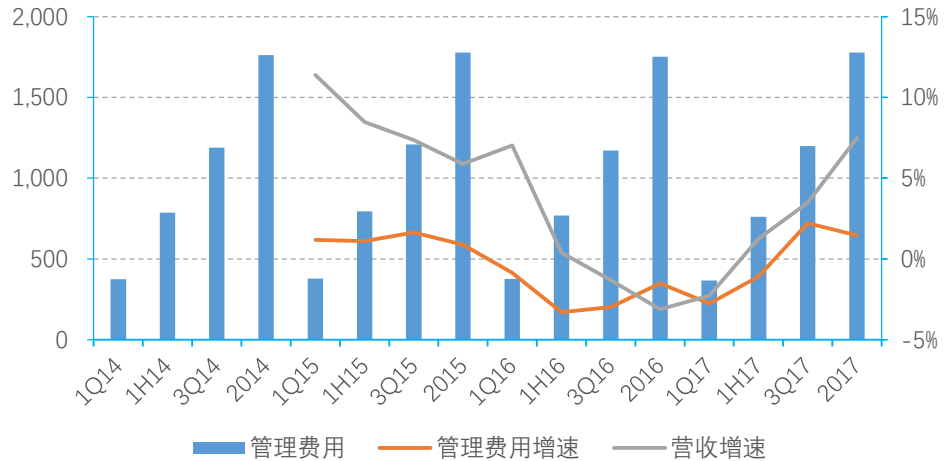
图 46：工行成本收入比显著低于上市银行平均（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

**17 年初以来，工行营收增长快于管理费用。**近三年，管理费用支出总额相对稳定，变化幅度小。与此同时，营业收入增速自 3Q16 之后持续上升，与管理而费用增速之差有扩大之趋势。由于营收增长快于管理费用等，工行成本收入比有望进一步下降。

图 47：17 年初以来，工行营收增长快于管理费用（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

无论是线上平台建设还是线下渠道优化，均为工行经营效率提升的重要原因。线上平台在增加宣传力度的同时增加自助服务，减少常规业务人力成本。线下网点优化布局，同时推进智慧化银行建设，合理增加自助服务覆盖程度，提高常规业务的柔性，改进客户体验感，进一步增强客户使用自助服务的动力。此外，工行综合经营国内领先，注重交叉销售，减少客户交易成本，降低营销成本。

## 5.2. 积极推进渠道建设，E-ICBC 生态圈初成

**线上渠道建设不断完善。**工行深入推进 e-ICBC 战略，融 e 行、融 e 联和融 e 购三大平台建设日益完善。融 e 行为开放式网络银行平台，17 年工行推进登陆方式多元化，提高密码遗忘流程的柔性，17 年末融 e 行客户数量为 2.82 亿户；融 e 购电商平台 17 年交易额达到了 1.03 万亿元，上线资产交易平台、大宗商品撮合平台、旅游商城、加油充值、汽车商城等平台；融 e 联信息服务平台不仅增加表情包等趣味性功能，也推出多项场景应用，如共享雨伞、校园卡充值神州专车等便民服务，吸引年轻的客户群体，改善用户体验，17 年末融 e 联的注册客户达 1.14 亿户。2017 年，电子银行业务笔数占全行业务笔数的比例高达 94.86%，互联网+的大背景下，工行线上渠道建设取得显著成效。

**线下渠道布局优化，服务提升。**大数据分析线下物理渠道的投入产出比，将网点从老城区迁移至新兴经济区，优化布局，2016 年上半年启动优化布局的网点有将近 700 个，占有所有网点总数的 4.3%；面对现代客户多渠道迁移的新常态，实行传统网点向客户分类、功能分层的新结构转变；网点服务优化，投产便携式智能柜员机，改进银行卡密码重置等 8 大常用业务流程，提升用户体验感；大力发展网点自助式服务，积极应用“工小智”智能机器人，简单业务处理效率大幅提升。

**线上线下渠道建设和不断的产品创新支撑个人业务增长。**推出“天天惠”、“薪金溢 3 号”等一系列个人存款创新产品，利用双渠道共同推动，坚持存款驱动；丰富的信用卡种类满足不同客户群体的需求，增加客户数量；推进薪酬收益权、家族基金等创新业务的试点，扩大理财业务规模。渠道建设扩大潜在客户群体，产品创新提升准客户比重和单个客户的业务深度，使得工行个人零售业务保持多年的稳定增长趋势。

在金融科技正变革传统银行业的今天，工行积极拥抱金融科技，持续推进渠道改革创新，在行业内部可继续保持国有大行的领先地位，亦为未来发展奠定了较好的基础。

## 6. 投资建议：盈利能力较高，堪称世界一流大行

盈利能力较高，堪称世界一流大行。2017 年工行实现净利润 2875 亿元，为全球盈利规模

最大的银行。截至 18 年 3 月末，工行资产规模达 26.5 万亿元，为全球资产规模最大的银行，超过摩根大通银行（2.61 万亿美元）和 HSBC（2.65 万亿美元）。2017 年工行 ROE 达 14.35%，显著高于同期摩根大通银行的 9.59%和 HSBC 的 5.91%ROE 水平。

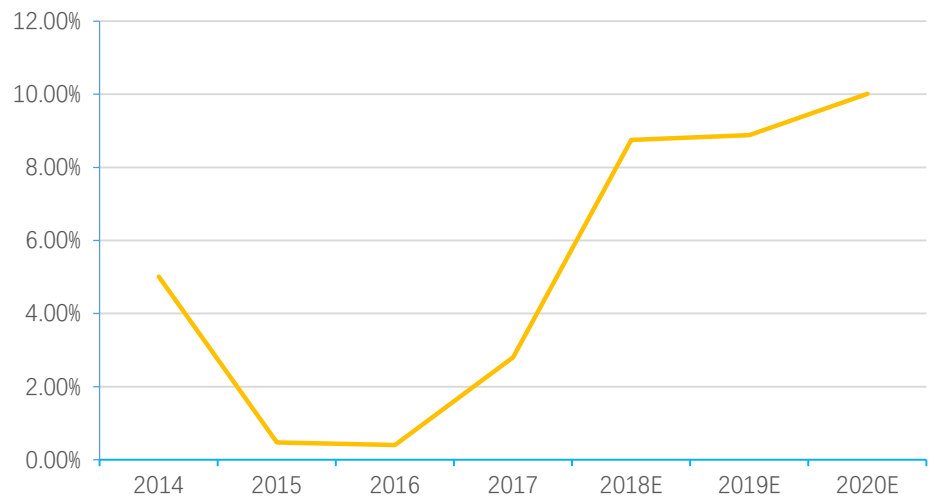
**纵观美国四大银行成长史，并购是永恒的主题，混业是大势所趋。我们认为，随着金融统一监管时代的来临，未来国内金融混业经营并非不可能，全能型银行乃趋势。而随着强监管的推进，银行业或呈现龙头集中之现象，工行作为国内银行业的龙头，公司治理规范市场化程度较高的大行，“大零售、大资管、大投行”战略综合布局，境内境外协同发展，未来发展空间仍非常大。**

**息差迎拐点，有望走阔。**工行负债以存款为主（占比超 80%），存款活期占比过半，17 年负债成本率仅 1.57%，负债成本优势显著。经济企稳复苏叠加成本驱动，贷款利率处于上升通道。在资产收益上行支撑下，净息差有望进一步走阔。17 净息差为 2.22%，同比升 6BP，拐点明确。

**不良拐点明确，资产质量有望持续改善。**在资产质量改善的背景下，工行进一步严格了不良贷款认定标准，逾期 90 天以上贷款与不良贷款比例由 1H16 的 97%大幅降至 17 年末的 81%。逾期贷款率明显下降，已由 1H16 的 3.0%大幅下降至 17 年末的 2.0%，**逾期贷款作为资产质量的前瞻指标**，这意味着工行未来资产质量将进一步改善。

**基于 1) 资产规模稳健增长（增速 8%左右）；2) 存量贷款利率平稳上升，18 年净息差同比上升 8BP；3) 经济平稳，资产质量改善，但主动加大拨备计提力度等假设，我们预测工行净利润增速将平稳上升，2018/2019 年将达 8.75%/8.88%。**

图 48：预测工行 2018/2019 年净利润增速接近 9%



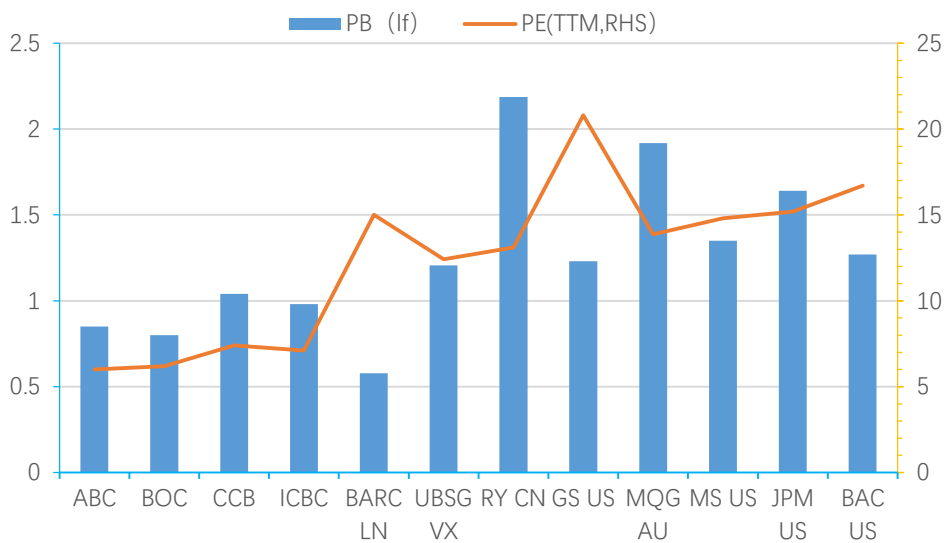
资料来源：WIND，天风证券研究所

**当前价值低估明显。**工行作为世界一流大行，其估值水平显著低于世界主要上市银行。当前，工行 PB (lf) 估值仅 0.98 倍，与工行对标的美国上市银行-摩根大通银行 PB (lf) 达 1.64 倍，美国银行则为 1.27 倍 PB (lf)；工行 PE (TTM) 估值仅 7.1 倍，显著低于全球主要大行估值，平均约 14 倍 PE。

考虑到工行息差与不良拐点明确，业绩向好；盈利规模首屈一指，1Q18 的 ROE 达 15.4%；在强监管环境下，工行作为行业龙头未来发展空间仍然非常大。我们认为，工行 ROE 超过 14%，显著高于与之对标的美国银行约 8%的 ROE 水平，其 PB 估值至少应接近美国银行，工行合理估值看 1.2 倍 18PB。

**首次覆盖，给予工行买入评级，目标估值 1.2 倍 18PB，对应目标价 7.90 元/股，较当前约 37%上行空间。**

图 49：全球主要上市银行估值对比（As of May, 2018）



资料来源：WIND，BLOOMBERG，天风证券研究所

## 7. 风险提示

- 1) 经济超预期下行导致资产质量大幅恶化；
- 2) 存款成本大幅抬升风险。

## 财务预测摘要

人民币亿元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	4718	5221	6061	6665	7283	净利润增速	0.4%	2.8%	8.8%	8.9%	10.0%
手续费及佣金	1450	1396	1438	1510	1616	拨备前利润增速	1.2%	12.0%	13.2%	9.8%	9.8%
其他收入	591	648	545	532	529	税前利润增速	0.0%	0.4%	7.2%	14.7%	10.1%
营业收入	6759	7265	8044	8708	9427	营业收入增速	-3.1%	7.5%	10.7%	8.2%	8.3%
营业税及附加	(173)	(75)	(48)	(52)	(57)	净利息收入增速	-7.1%	10.6%	16.1%	10.0%	9.3%
业务管理费	(1752)	(1777)	(1866)	(1922)	(1980)	手续费及佣金增速	1.1%	-3.7%	3.0%	5.0%	7.0%
拨备前利润	4834	5413	6130	6733	7391	营业费用增速	-1.5%	1.5%	5.0%	3.0%	3.0%
计提拨备	(879)	(1278)	(1602)	(1502)	(1551)	<b>规模增长</b>					
税前利润	3633	3646	3910	4484	4937	生息资产增速	8.1%	8.6%	7.8%	8.3%	8.3%
所得税	(842)	(772)	(782)	(1076)	(1185)	贷款增速	9.4%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润	2782	2860	3111	3387	3726	同业资产增速	-7.6%	18.1%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>资产负债表</b>						证券投资增速	9.4%	5.0%	9.0%	8.0%	8.0%
贷款总额	130568	142334	155145	169108	184327	其他资产增速	19.8%	-0.5%	24.9%	2.7%	-6.6%
同业资产	15531	18342	20177	22194	24414	计息负债增速	8.3%	8.3%	7.7%	7.3%	6.8%
证券投资	54812	57567	62748	67768	73189	存款增速	9.5%	7.9%	8.0%	7.5%	7.0%
生息资产	233573	253631	273456	296226	320944	同业负债增速	0.1%	5.6%	5.0%	5.0%	5.0%
非生息资产	10694	10645	13299	13653	12750	股东权益增速	10.0%	8.1%	14.4%	13.7%	13.2%
总资产	241373	260870	282672	305209	328418	<b>存款结构</b>					
客户存款	178253	192263	207645	223218	238843	活期	50.4%	51.4%	51.44%	51.44%	51.44%
其他计息负债	29646	32803	34707	36733	38890	定期	48.2%	47.1%	47.06%	47.06%	47.06%
非计息负债	13662	14394	15833	17416	19158	其他	1.3%	1.5%	1.50%	1.50%	1.50%
总负债	221561	239460	258185	277367	296891	<b>贷款结构</b>					
股东权益	19812	21411	24488	27842	31527	企业贷款(不含贴现)	62.3%	62.8%	58.79%	58.79%	58.79%
<b>每股指标</b>						个人贷款	32.1%	34.7%	39.75%	39.75%	39.75%
每股净利润(元)	0.78	0.80	0.87	0.95	1.05	<b>资产质量</b>					
每股拨备前利润(元)	1.36	1.52	1.72	1.89	2.07	不良贷款率	1.62%	1.55%	1.41%	1.32%	1.28%
每股净资产(元)	5.29	5.73	6.58	7.52	8.54	正常	93.91%	94.50%	96.10%	96.15%	96.20%
每股总资产(元)	67.72	73.19	79.31	85.64	92.15	关注	4.47%	3.95%	3.90%	3.85%	3.80%
P/E	7.40	7.20	6.62	6.08	5.53	次级	0.84%	0.57%			
P/PPOP	4.26	3.81	3.36	3.06	2.79	可疑	0.63%	0.76%			
P/B	1.09	1.01	0.88	0.77	0.68	损失	0.15%	0.22%			
P/A	0.09	0.08	0.07	0.07	0.06	拨备覆盖率	136.69%	154.07%	187.28%	208.58%	223.77%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
净息差(NIM)	2.16%	2.22%	2.30%	2.34%	2.36%	资本充足率	14.61%	15.14%	15.12%	15.10%	15.09%
净利差(Spread)	2.02%	2.10%	2.20%	2.25%	2.28%	核心资本充足率	12.87%	12.77%	12.95%	13.11%	13.27%
贷款利率	4.25%	4.23%	4.43%	4.51%	4.56%	资产负债率	91.79%	91.79%	91.34%	90.88%	90.40%
存款利率	1.53%	1.42%	1.52%	1.58%	1.62%	<b>其他数据</b>					
生息资产收益率	3.62%	3.67%	3.87%	3.97%	4.03%	总股本(亿)	3564.07	3564.07	3564.07	3564.07	3564.07
计息负债成本率	1.60%	1.57%	1.67%	1.72%	1.76%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	1.20%	1.14%	1.15%	1.16%	1.18%						
ROAE	15.48%	14.58%	14.18%	13.48%	13.02%						
拨备前利润率	2.09%	2.16%	2.26%	2.29%	2.33%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com