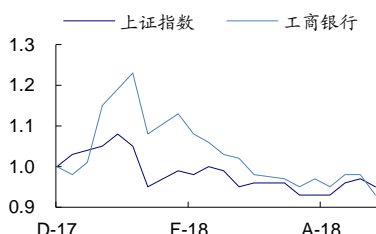


证券研究报告—深度报告
金融
银行
工商银行
买入

(维持评级)

2018年05月31日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	356,406/269,612
总市值/流通(百万元)	2,045,772/1,547,574
上证综指/深圳成指	3,041/10,106
12个月最高/最低(元)	7.77/4.76

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100001

联系人: 陈俊良

E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

资产端经营审慎, 负债端优势突出

● 公司合理估值在 7.6~10.1 元, 维持“买入”评级

我们在上一篇报告《四大行竞争力比较分析: 竞争优势与估值对比》中以工行为标杆, 对比了其他三家大行与工行的基本面差异及其对估值的影响。本篇报告单独评估工行, 我们使用绝对估值和相对估值两种方法得到公司 2018 年末每股合理价值 7.6~10.1 元, 对应 1.2~1.6x 2018e PB, 相对于公司目前股价溢价 30~75%, 维持“买入”评级。我们认为工行内在价值被严重低估。

● 资产端审慎经营, 尽显王者之风

工行在资产端采取审慎的经营策略, 导致收益率偏低; 综合收益与风险来看, 工行在资产端不占优势。但是我们认为, 这种审慎的经营策略对于以风险为经营对象、具有极高杠杆的银行来讲, 是正确的选择。工行的优势来自负债端而非资产端, 使其具备更多的服务业务属性, 而具有更少的投资业务属性。

● 负债端成本低廉, 优势可以持续

工行的核心优势是负债成本低。我们认为工行的负债成本优势跟资产端的价格优势和审慎经营形成了良性循环, 两者互相促进, 形成较宽的护城河。而追根溯源, 这一优势源自先天禀赋。虽然长期来看由于零售渠道向移动端变迁降低了客户转移成本, 也减弱了线下网点所带来的便利性优势, 工行确实面临竞争优势被削弱的压力, 但不足以使其优势丧失。目前工行也在积极布局移动端, 而且进展顺利, 中短期内有能力维持当前竞争优势。

● 成本管控有方, 零售业务发展空间大

工行的另一个优势是拥有较低的管理成本, 说明工行的优势主要来自平台和品牌, 而不是过度依靠个人。其在激励机制等方面存在提升空间, 发展潜力较大。工行拥有良好的零售客户基础, 但在零售业务上并未完全用力, 尚未深挖零售客户潜力, 因此在零售业务上存在很大发展空间。

● 风险提示

经济形势趋弱可能影响银行业绩; 估值假设中部分存在主观判断; 估值未考虑资本市场心理因素, 其内在价值或长时间处于被低估状态。

盈利预测和财务指标

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	675,891	726,502	774,692	825,201	879,806
(+/-%)	-3.1%	7.5%	6.6%	6.5%	6.6%
归母净利润(百万元)	279,106	287,451	302,961	324,532	355,000
(+/-%)	0.5%	3.0%	5.4%	7.1%	9.4%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.79	0.83	0.89	0.98
总资产收益率(ROA)	1.20%	1.14%	1.13%	1.15%	1.19%
净资产收益率(ROE)	14.7%	14.0%	13.6%	13.2%	13.1%
市盈率(PE)	7.5	7.3	6.9	6.4	5.9
P/PPoP	4.6	4.2	4.0	3.7	3.5
市净率(PB)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们使用绝对估值和相对估值两种方法得到公司每股合理价值（折算到 2018 年末）7.6~10.1 元，对应 1.2~1.6x 2018e PB，相对于公司目前股价溢价 30~75%，维持“买入”评级。我们认为工行内在价值被严重低估。

核心假设或逻辑

工行的核心优势是负债成本低，而且这一优势属于比较宽的护城河。我们认为工行的负债成本优势跟资产端的价格优势和审慎经营形成了良性循环，两者互相促进，形成较宽的护城河。

长期来看，工行在负债成本上也面临一定压力，但不足以使其优势丧失。压力主要来自零售渠道向移动端变迁大幅降低了客户的转移成本，并且削弱了工行线下网点所带来的便利性优势。但是基于前述对工行资产端-负债端良性循环的判断，我们认为这一压力情形虽然有一定概率会削弱工行的竞争优势，但不足以使其竞争优势丧失。而目前工行正在积极建设手机 App，进展比较顺利，我们认为工行在中短期内仍能维持现有竞争优势。

与市场预期的差异之处

工行资产端审慎经营的价值被严重低估。工行在资产端经营保守、收益率很低。但是我们认为，这种审慎的经营策略对于以风险为经营对象、具有极高杠杆的银行来讲，是正确的选择。工行的优势来自负债端而非资产端，使其具备更多的服务业务属性，具有更少的投资业务属性，理应获得更高的估值。特别在风险事件多发时期，其相对优势更为突出。

目前市场对工行负债成本低这一点具有普遍认知，但没有深入剖析其负债成本低的本质原因，因此也就无法评估其护城河的宽度和深度。很多人往往根据想象，凭空得出诸如“支付宝将消灭银行”“没人会去四大行存款了”等毫无证据支持的结论，如果我们不去深入剖析工行竞争优势的根本来源，也就无法有理有据地反驳这些论断。我们的分析显示，工行在资产端-负债端之间形成了良性循环，其负债成本优势是牢靠的。虽然长期内确实面临零售客户优势被削弱的压力，但目前工行也在积极布局移动端，而且进展顺利，中短期内并没有显现出优势丧失的迹象；

股价变化的催化因素

我们认为工行零售业务发展空间大，如果未来零售客户基础优势进一步夯实，负债成本、手续费收入等方面的表现有望超出市场预期。

核心假设或逻辑的主要风险

如若 2018 年下半年经济形势不达预期，则可能从多方面影响银行业经营。

我们对于工行内在价值的判断依赖很多假设，部分假设存在主观性。

从市场角度来看，可能缺乏足够强的短期的催化剂，从而导致工行的内在价值在较长时期内一直处于被低估的状态。

内容目录

估值与投资建议	5
绝对估值方法: 8.1~10.1 元	5
相对估值方法: 7.6~8.2 元	7
投资建议	7
工行拥有长期高于行业的 ROE 和 ROA	8
资产端审慎经营, 尽显王者之风	9
资产端低收益率源自审慎的经营策略	9
低收益伴随的是低风险	11
审慎经营减少投资业务属性	12
负债端成本低廉, 优势可以持续	13
负债成本低是工行核心竞争优势	13
负债优势具有可持续性	14
仍需关注移动端布局情况	15
成本管控有方, 彰显平台价值	16
零售尚未用力, 发展空间十足	17
盈利预测	18
风险提示	19
附表: 财务预测与估值	20
国信证券投资评级	21
分析师承诺	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

图表目录

图 1: 全球 100 家大上市银行 PB-ROE 关系	7
图 2: 工行 ROE 自 2009 年以来一直高于行业整体水平	8
图 3: 工行 ROE 自 2009 年以来一直高于行业整体水平	8
图 4: 工行超额 ROA 分解 (数字越大表明优势越明显) 显示出其审慎的经营风格	9
图 5: 工行利息收入/平均资产一直低于行业	10
图 6: 工行贷款占比较高、应收款项类投资占比较低	10
图 7: 工行对公贷款及个人贷款收益率都低于行业	11
图 8: 工行低收益的住房抵押贷款投放较多	11
图 9: 工行不良贷款率一直低于行业整体水平	11
图 10: ...不良生成率也低于行业	11
图 11: 虽然工行关注贷款率比行业高	12
图 12: ...逾期率也比行业略高一些	12
图 13: ...但工行不良认定标准更严格, 而且没有在资产质量压力大的时候大幅放松认定标准	12
图 14: 综合来看, 工行风险调整后收益率仍低于行业	13
图 15: 工行的利息支出/平均资产低于行业	13
图 16: 工行计息负债付息率低于行业	13
图 17: 活期存款/计息负债是影响负债成本的首要因素	14
图 18: 工行计息负债中活期存款 (尤其是个人活期) 占比明显高于行业	14
图 19: 工行同业负债的付息率也低于行业	14
图 20: 四大行主动负债成本明显低于行业	14
图 21: 改制与上市让工行的负债端优势得以发挥	15
图 22: 工行近年来不断缩减网点数量	16
图 23: 工行 ATM 机数量在 2017 年出现下降	16
图 24: 工行两个移动 App 月独立设备数在金融理财类中排名居前	16
图 25: 工行两个移动 App 月独立设备数在银行中排名居前	16
图 26: 工行人均业务及管理费支出低	17
图 27: 剔除管理成本优势后, 工行 ROA 依然高于行业	17
图 28: 富国银行 2009-2017 年超额 ROA 主要来自非息收入	17
图 29: ...而非息收入优势主要来自资产管理与证券化业务	17
图 30: 工行借记卡发卡量市占率领先	18
图 31: ...信用卡发卡量市占率也很高	18
图 32: ...但信用卡贷款余额市占率不高	18
图 33: ...理财规模相对也不算大	18
图 34: 2018-2020 年净利润增长的归因分析预测	19
表 1: DDM 模型相关参数 (单位: 百万元)	6
表 2: 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (单位: 元)	7
表 3: 净利润增速及 ROE 对净息差的敏感性分析	19

估值与投资建议

我们采用绝对和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值方法：8.1~10.1 元

我们对工行的竞争优势分析如下，我们后面将基于此给出长期 ROE 假设。我们认为：

- 工行在资产端采取审慎的经营策略，导致资产收益率偏低；综合收益与风险来看，工行在资产端不占优势。表现为：一是与行业整体相比，工行的贷款占比多、高收益的非标占比少；二是对公贷款偏向大企业、零售贷款偏向住房抵押贷款，导致贷款收益率低于行业。审慎的经营策略带来了优于行业的资产质量，但将收益与风险综合起来看，工行在资产端并不占优势。不过从另一个角度来讲，工行的利息净收入依靠的是低负债成本而非高资产收益率，因而服务业务属性更强、投资业务属性更弱，理应获得更高估值。尤其在风险事件多发的时期，在行业内的相对优势更加突出；
- 工行的核心优势是负债成本低，而且这一优势属于比较宽的护城河。工行的负债成本低，一是得益于良好的客户基础（尤其是零售客户）所带来的大量活期存款，这是禀赋优势；二是得益于审慎经营风格所带来的高信用等级，使其可以以低成本在同业市场融资；三是得益于网点及 ATM 数量多，以及国有背景带来的品牌优势。我们认为工行的负债成本优势跟资产端的价格优势和审慎经营形成了良性循环，两者互相促进，形成较宽的护城河。
- 长期来看，工行在负债成本上也面临一定压力，但不足以使其优势丧失。压力主要来自零售客户接触渠道向移动端迁移，大幅降低了客户的转移成本，并且削弱了线下网点所带来的便利性优势。但是基于前述对工行资产端-负债端良性循环的判断，我们认为这一压力情形虽然有一定概率会削弱工行的竞争优势，但不足以使其竞争优势丧失。而目前工行正在压降线下网点数量和 ATM 机数量，并积极建设手机 App，进展比较顺利，我们认为工行在短期内仍能维持现有竞争优势。我们未来将紧密观察工行在移动端的布局，以评估其竞争优势的强度及长期持续性。
- 工行的另一个优势是拥有较低的业务及管理费支出。当然这一方面可以理解为在业务开拓上不够积极，但也说明工行的优势主要来自平台和品牌，而不是过度依靠个人。其在激励机制等方面存在提升空间，发展潜力较大；
- 最后，工行在零售业务上并未完全用力，仍有很大发展空间。从国外经验来看，优秀的大型银行往往在零售业务上表现不俗，而且零售业务往往带来较多的非息收入。工行拥有良好的零售客户基础，但并未深挖零售客户潜力，存在很大发展空间。如果工行进行战略上的调整，或许会伴随着支出的增加和收入的提升，不过我们目前尚未看到这种迹象。我们在进行估值假设时，暂时不将这一点考虑在内。

整体来看，我们认为工行资产端价格优势和审慎经营的策略跟负债端的低成本优势产生良性循环，形成较宽的护城河，因此我们认为站在十年期的视角来看，工行的这一竞争优势难以被侵蚀。不过零售客户接触渠道的移动化也给工行带来了一定的压力，对长期竞争优势的强度可能会产生一些不利影响（但不至于使其竞争优势丧失）。此外，随着金融脱媒的进行，工行或许需要加码零售业务，以谋求更多的非息收入，而考虑到工行拥有的庞大零售客户基础，我们认为其具备这一潜力。不过目前尚未看到工行在战略上进行大调整，而且加码零售业务也并非一日之功，因此我们暂时不在估值中考虑这一因素。

我们使用三阶段 DDM 估值，以未来三年作为短期（第一阶段，具体盈利预测请见下表及后文），接下来 10 年作为中期（第二阶段），之后作为永续期（第三阶段）。在前述竞争优势分析的基础上来设定估值假设：

- 我们假设折现率为 10%，假设银行业长期平均 ROE 亦为 10%，长期利润增长率为 5%；
- 由于工行在中长期内仍然具备竞争优势，因此其第二、三阶段 ROE 仍然可以超过行业平均水平，分别假设为 12%、10.5%，其中，第三阶段 ROE 的下降主要是考虑到零售客户接触渠道从线下向线上迁移对工行的竞争优势强度带来了一些不确定性；
- 按照上述假设倒算出公司永续期分红率为 52%，我们假设第二阶段分红率介于第一阶段和永续期之间，假设为 42%，则第二阶段对应的增长率为 6.9%。

按以上主要假设条件，得到公司的合理价值区间为 8.1~10.1 元

表 1: DDM 模型相关参数 (单位: 百万元)

绝对估值: DDM		估值结果				
估值参数假设		第一阶段		第二阶段		永续期
估值日	2018/12/31	2018E	2019E	2020E	(2021-2030)E	
COE	10.0%					
						266266
						988521
						1936984
						3191771
						每股价值 9.00 元

	第一阶段			第二阶段	永续期
	2018E	2019E	2020E	(2021-2030)E	
净息差	2.19%	2.24%	2.29%	2.30%	2.30%
非息收入占比	27%	26%	25%	30%	30%
营业成本/营业收入	33%	33%	33%	35%	35%
资产减值损失/总资产	0.50%	0.49%	0.46%	0.60%	0.60%
所得税率	21.2%	21.2%	21.2%	21.0%	21.0%
生息资产/总资产	96%	96%	96%	97%	97%
权益乘数	12	11	11	10	9
股利支付率	30%	30%	30%	42%	52%
ROA	1.13%	1.15%	1.19%	1.15%	1.15%
ROE	13.6%	13.2%	13.1%	12.0%	10.5%
净利润增速	5.4%	7.2%	9.4%	6.9%	5.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 2: 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (单位: 元)

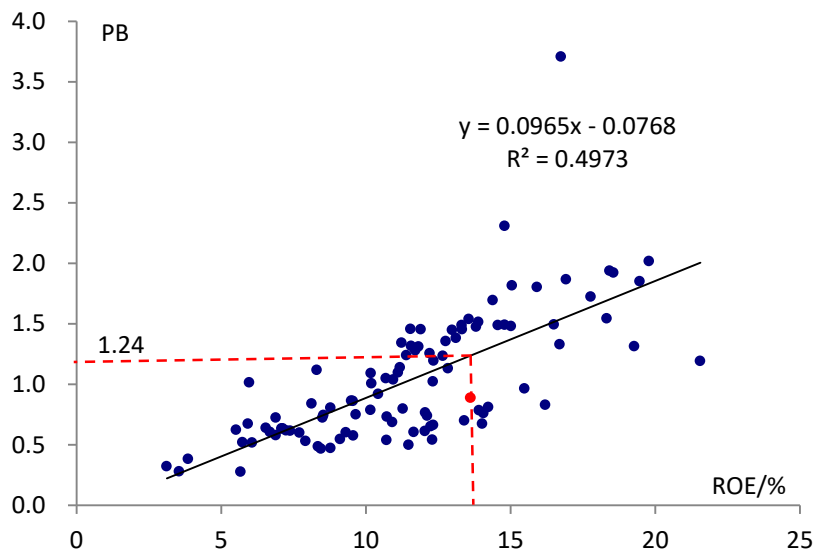
		折现率								
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
永 续 增 长 率	6.5%	20.4	15.5	12.5	10.6	9.2	8.1	7.3	6.6	6.1
	6.0%	17.8	14.3	12.0	10.3	9.1	8.1	7.3	6.7	6.2
	5.5%	16.3	13.5	11.6	10.1	9.0	8.1	7.4	6.8	6.2
	5.0%	15.2	13.0	11.3	10.0	9.0	8.1	7.4	6.8	6.3
	4.5%	14.5	12.6	11.1	9.9	8.9	8.1	7.4	6.9	6.4
	4.0%	13.9	12.2	10.9	9.8	8.9	8.1	7.5	6.9	6.4
	3.5%	13.5	12.0	10.7	9.7	8.8	8.1	7.5	6.9	6.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

相对估值方法: 7.6~8.2 元

我们认为我国银行板块整体被低估, 所以将可比公司放到全球进行比较。从全球总资产规模最大的 100 家上市银行的 PB-ROE 关系来看, 我们认为工商的合理 PB 应在 1.2~1.3x, 对应的合理价格区间为 7.6~8.2 元。

图 1: 全球 100 家大上市银行 PB-ROE 关系



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。注 1: ROE 为彭博一致预测 ROE (2018 年), PB 为彭博一致预测 PB (2018 年)。样本选取不存在数据缺失的前 100 家银行 (按总资产规模排序, 货币单位设为美元)。注 2: 图中红点为我们预测的工行 2018 年 ROE 及当前股价对应的动态 PB。

投资建议

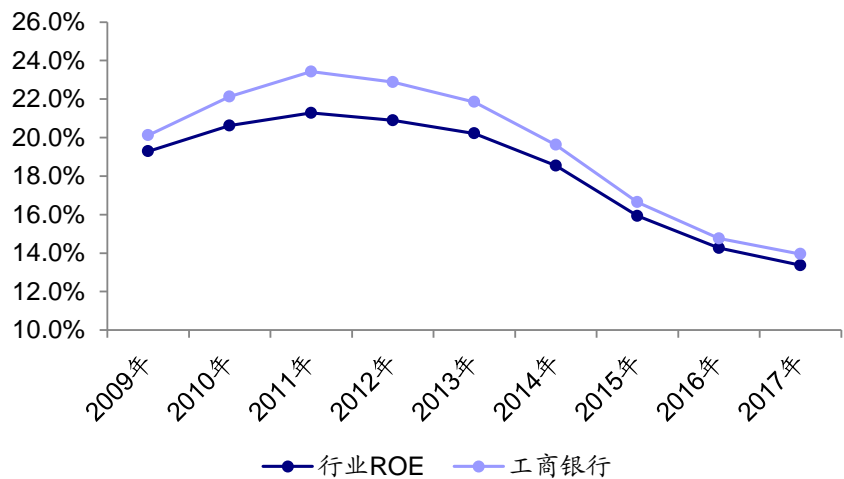
综合上述两种估值方法, 我们认为公司股票价值在 7.6~10.1 元之间, 相对于 2018 年归属于普通股股东的每股净资产, 动态 PB 分别为 1.2 倍和 1.6 倍。

我们认为, 工行在负债端优势显著, 资产端采取审慎的经营策略, 经营风险低于同业, 维持“买入”评级。

工行拥有长期高于行业的 ROE 和 ROA

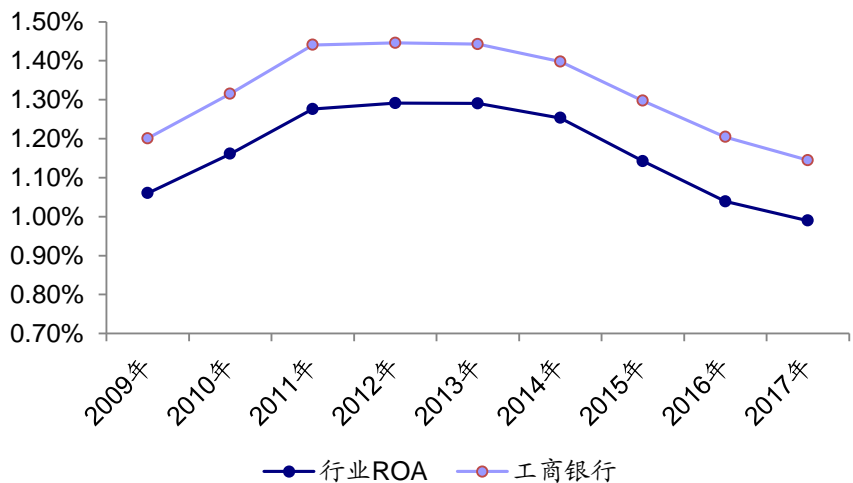
工行在行业内的竞争优势十分明显。工行于 2006 年在 A+H 上市，但是由于四大行中的农行上市较晚，对上市银行整体的历史财务数据有所影响，所以我们对工行和行业的对比分析从 2009 年开始。从 ROE 来看，工行自 2009 年以来 ROE 一直高于行业整体水平（图 2），ROA 也是如此（图 3），说明工行不仅规模大，而且实力强。

图 2：工行 ROE 自 2009 年以来一直高于行业整体水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注 1：计算 ROE 时使用的平均资产，为年初、年末总资产的平均值，下同。注 2：行业整体指的是 16 家老上市银行直接加总数据，下同。

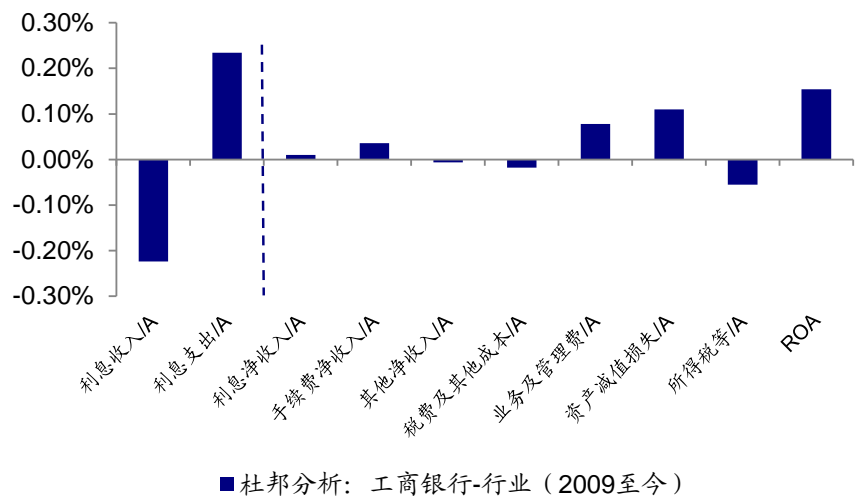
图 3：工行 ROA 自 2009 年以来一直高于行业整体水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

杜邦分解显示工行优势主要来自负债端，其资产端则是审慎的经营风格。从2009-2017年的杜邦分析平均数字来看，工行的超额ROA主要得益于“利息支出/平均资产”低，其次是“管理成本/平均资产”低；而资产减值损失方面的优势主要受益于“利息收入/平均资产”低（低收益、低风险），但风险调整后的资产收益率是低于行业的。在优劣势相抵之后，工行获得了超越行业整体水平的ROA。可见，工行的竞争优势主要来自负债端的低成本，在资产端上工行拥有审慎保守的经营风格。我们认为这种审慎的经营策略对于以风险为经营对象、具有极高杠杆的银行而言，是正确的选择。我们甚至可以认为，是工行的低成本负债，为其保守的资产经营创造了前提。

图4：工行超额ROA分解（数字越大表明优势越明显）显示出其审慎的经营风格



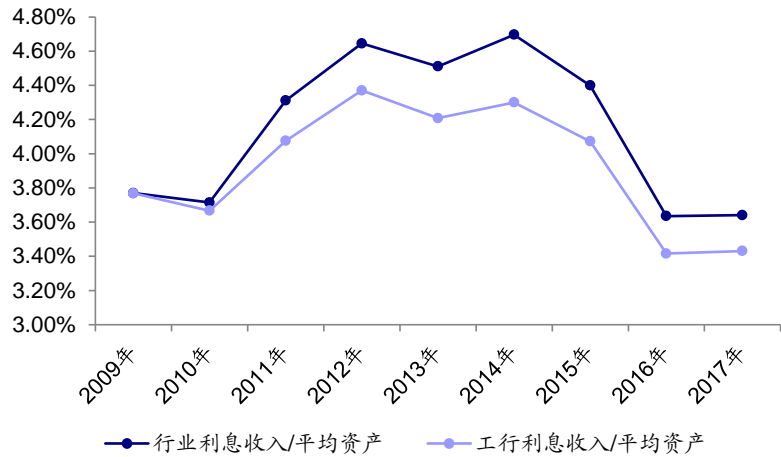
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注1：A指的是平均资产。注2：此处的计算方法是，将每年工行杜邦分解指标值减去该指标的行业整体值，然后再对2009-2017年数据取平均值。

资产端审慎经营，尽显王者之风

资产端低收益率源自审慎的经营策略

工行历史上的资产端收益率一直低于行业整体水平。由于不同银行对生息资产日均余额的披露口径不一，我们难以使用生息资产收益率的归因分析，来详细测算工行资产端收益率低于行业整体的原因，但是仍然可以借鉴这一归因分析的思路。

图 5: 工行利息收入/平均资产一直低于行业

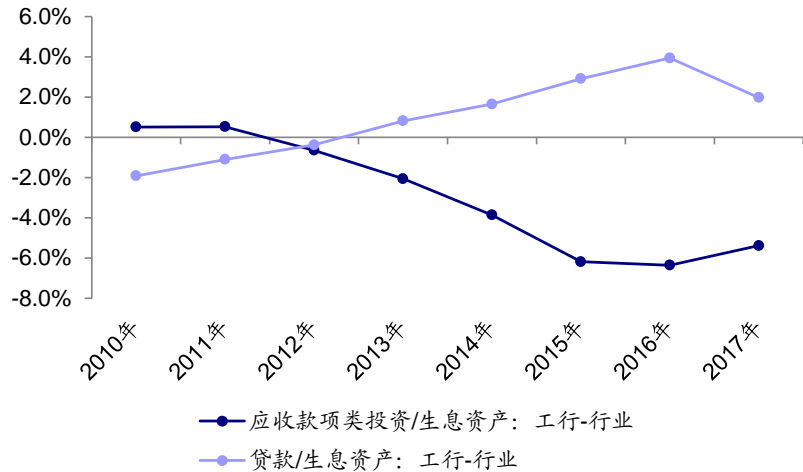


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们认为工行资产端收益率低主要是因为两个原因:

- 一是从资产结构来看, 工行资产端以贷款为主, 较少投资高收益的非标资产。尤其是 2012 年之后银行业非标投资兴起后, 工行坚持专注于贷款;

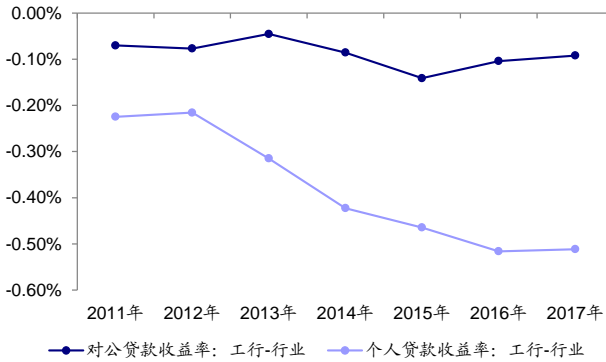
图 6: 工行贷款占比较高、应收款项类投资占比较低



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 应收款项类投资不完全是非标, 但绝大部分是非标。

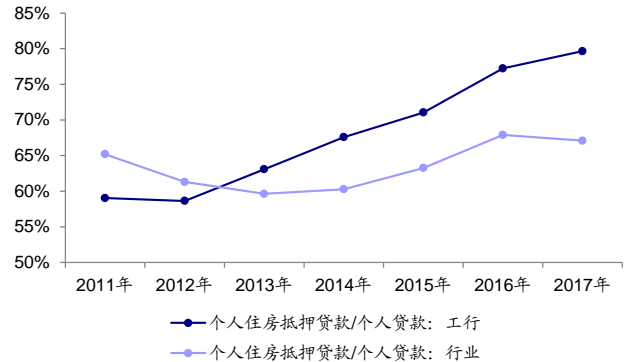
- 另一方面, 工行对公贷款偏向大企业、零售贷款偏向个人住房抵押贷款, 所以贷款收益率比较低。这都显示出工行审慎的经营风格。

图 7: 工行对公贷款及个人贷款收益率都低于行业



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 工行低收益的住房抵押贷款投放较多



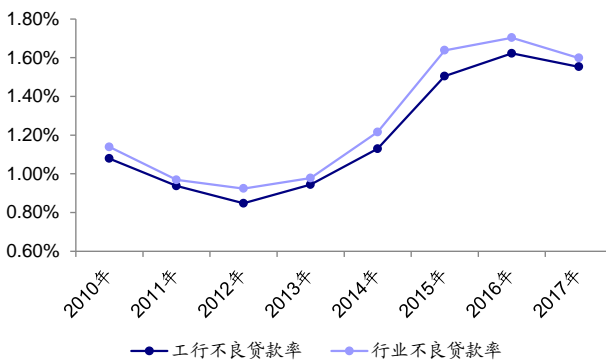
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

低收益伴随的是低风险

低收益伴随的是低风险，所以工行的资产质量好于行业整体水平。从衡量资产质量的各项指标来看：

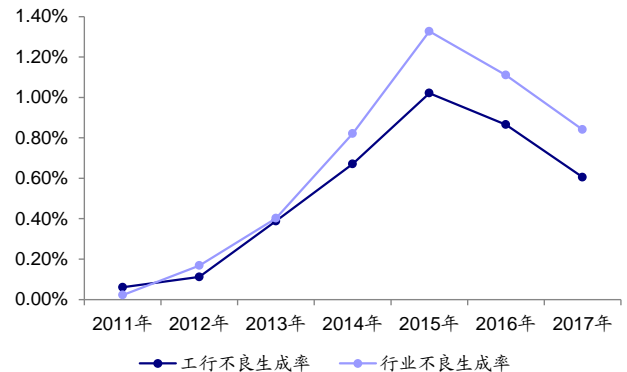
- 工行的不良贷款率一直低于行业整体水平（图 9），不良贷款生成率也低于行业（图 10）；
- 虽然工行的关注贷款率高于行业（图 11），逾期率也比行业略高一些（图 12），但其在不良贷款的认定方面更加严格（图 13）；而且纵向来看，在资产质量压力最大的 2014-2016 年，工行的不良贷款/逾期 90 天以上贷款仍然保持稳定，但这一时期行业整体的不良贷款/逾期 90 天以上贷款出现了大幅回落（图 13）。这一对比表明工行的不良贷款认定更加客观，没有在资产质量压力大时大幅放松不良贷款的认定标准。

图 9: 工行不良贷款率一直低于行业整体水平...



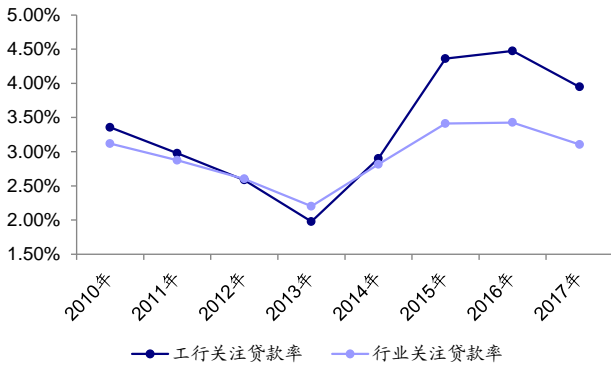
资料来源: 16 家老上市银行 2010-2017 年报, 国信证券经济研究所整理

图 10: ...不良生成率也低于行业



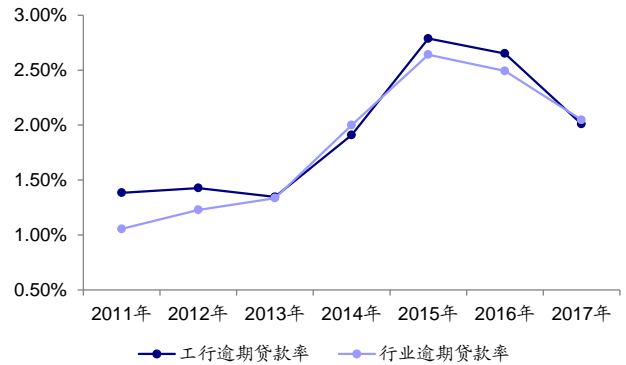
资料来源: 16 家老上市银行 2010-2017 年报, 国信证券经济研究所整理

图 11: 虽然工行关注贷款率比行业高...



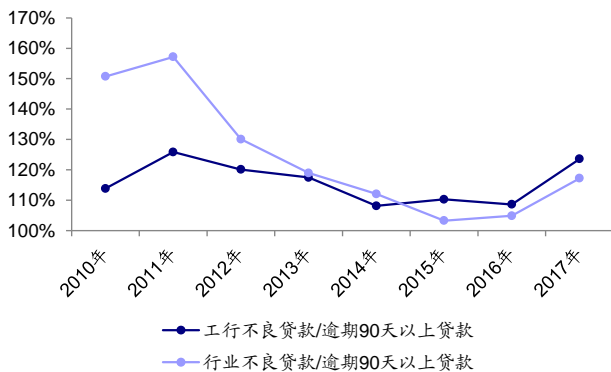
资料来源: 16家老上市银行 2010-2017 年报, 国信证券经济研究所整理

图 12: ...逾期率也比行业略高一些...



资料来源: 16家老上市银行 2010-2017 年报, 国信证券经济研究所整理

图 13: ...但工行不良认定标准更严格, 而且没有在资产质量压力大的时候大幅放松认定标准

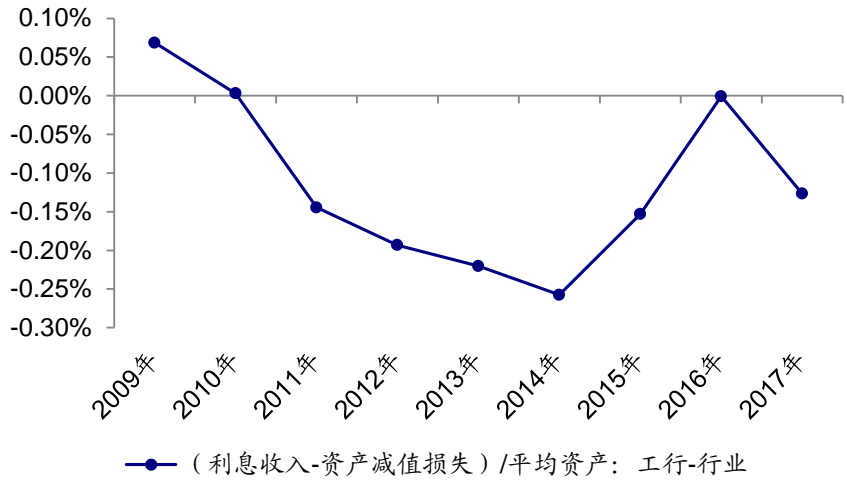


资料来源: 16家老上市银行 2010-2017 年报, 国信证券经济研究所整理

审慎经营减少投资业务属性

综合考虑风险与收益后, 工行在资产端仍不占优势。不过我们应该换个视角来看待这一现象: 与同业相比, 工行的投资业务属性更少。低收益伴随的是低风险, 但两者不一定完全匹配。我们将收益和风险综合考虑, 观测风险调整后的资产收益率[定义为(利息收入-资产减值损失)/平均资产], 可以发现经风险调整后, 工行在资产端并不占优势。不过, 我们也需要从另一个视角看待这一现象: 工行的利息净收入更多依靠负债端而非资产端, 因此其业务本质上带有更多的服务业务属性, 而投资业务属性相对其他同业要少。在风险事件多发的时期, 这一相对优势在业内尤其突出。

图 14: 综合来看, 工行风险调整后收益率仍低于行业



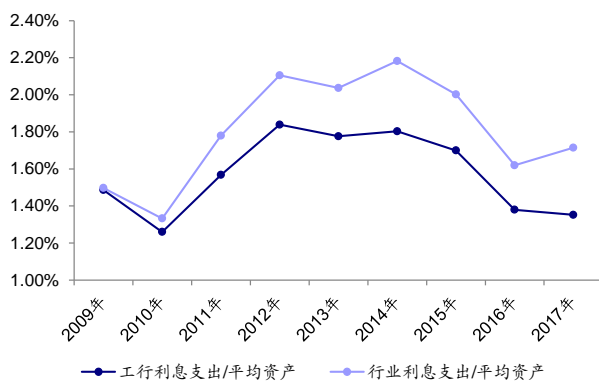
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

负债端成本低廉, 优势可以持续

负债成本低是工行核心竞争优势

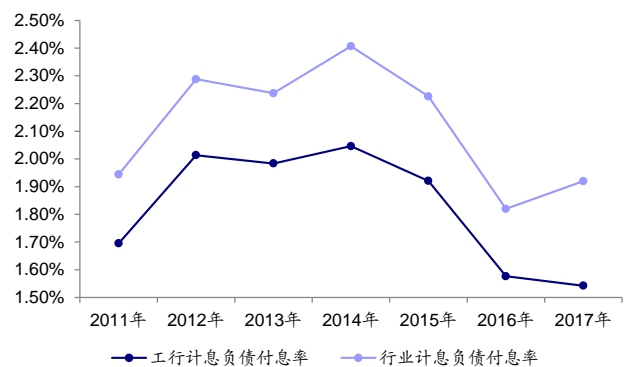
从利息支出/平均资产来看, 工行这一指标显著低于行业, 这是其获得超额 ROA 的首要原因, 也是工行竞争优势的核心。

图 15: 工行的利息支出/平均资产低于行业



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 工行计息负债付息率低于行业

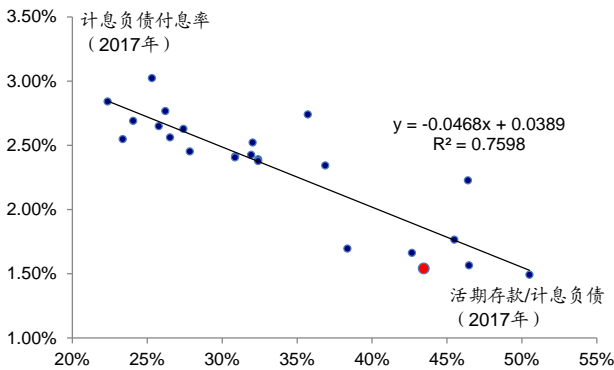


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

工行的负债成本低, 主要是因为两点:

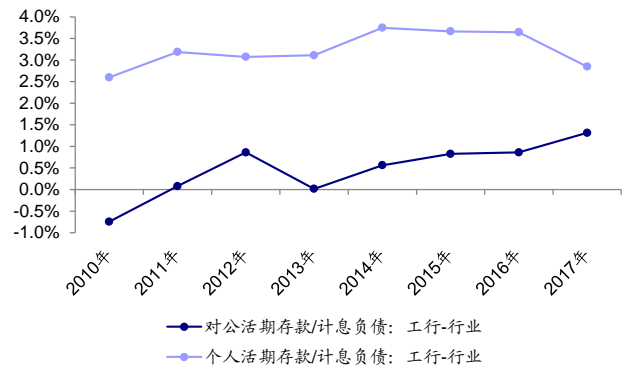
- 一是从计息负债结构上看, 工行的存款占比高于行业, 尤其是活期存款。活期存款显然是各类负债中成本最低的, 也是决定银行负债成本的首要因素 (图 17)。工行的活期存款占比高, 得益于其良好的客户基础, 尤其是零售客户基础 (图 18)。

图 17: 活期存款/计息负债是影响负债成本的首要因素



资料来源: 各上市银行 2017 年报, 国信证券经济研究所整理。注: 图中的红点是工行。

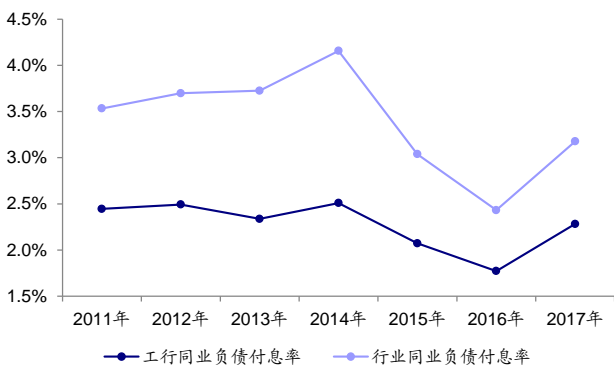
图 18: 工行计息负债中活期存款 (尤其是个人活期) 占比明显高于行业



资料来源: 16 家老上市银行 2010-2017 年报, 国信证券经济研究所整理

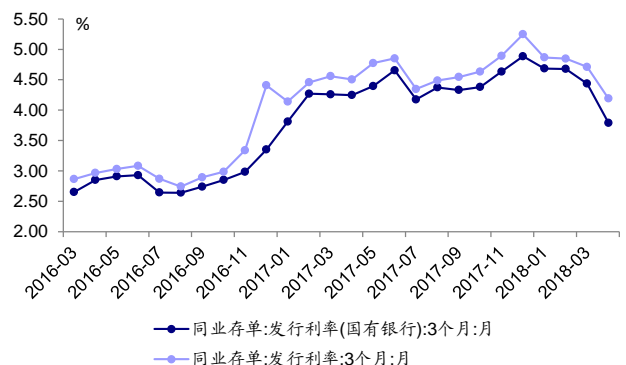
- 二是从利率来看, 除了存款利率比较低之外, 工行的主动负债利率也低于行业 (图 19), 我们认为这主要得益于工行较高的信用等级被各大机构所认可 (图 20)。

图 19: 工行同业负债的付息率也低于行业



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 四大行主动负债成本明显低于行业



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

负债优势具有可持续性

工行负债优势主要来自两点: 一是零售活期存款占比高, 二是主动负债成本低。我们认为工行在负债成本上的护城河是比较宽的, 我们的判断主要基于如下理由:

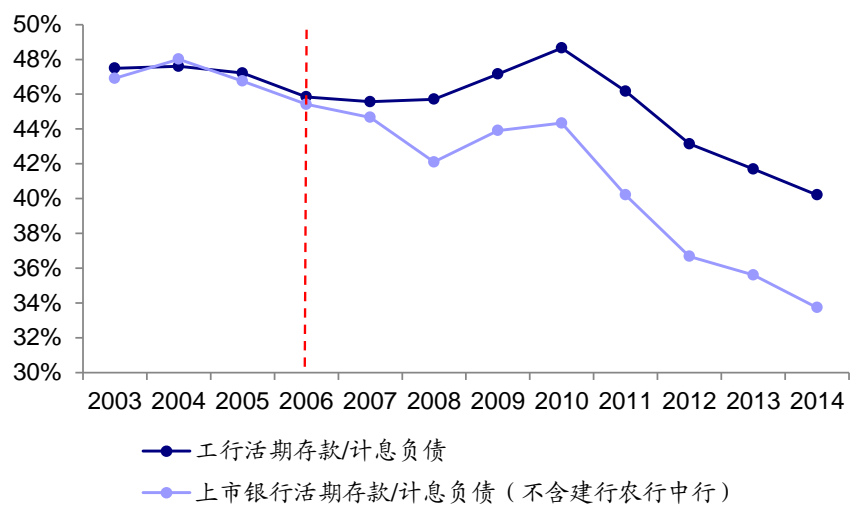
- 渠道与品牌优势突出。工行遍布全国的 1.6 万多个网点和随处可见的 ATM 设备不仅提升了客户使用的便利性, 而且降低了客户的搜寻成本; 国有背景对提升其品牌形象也十分有利。这都有助于增强负债端的获客能力和客户粘性;
- 公私联动, 负债端低成本与资产端价格优势形成良性循环。工行拥有低负债成本优势, 所以能够在资产端以低利率为大型企业提供贷款, 在贷款的同时也可以顺便提供包括现金管理、代发工资等附加服务, 进而获得更多

的结算性活期存款，形成良性循环；

- 主动负债方面，负债端低成本与资产端审慎经营形成良性循环。资产端的审慎经营有助于维持高信用等级，从而带来低负债成本，低负债成本又增强了其在资产端审慎经营的能力。

如果追根溯源的话，我们认为上述良性循环源自工行的禀赋优势，而 2005-2006 年的改制和上市重塑了工行的运营机制，让工行的优势得以充分发挥。工行于 1984 年作为一家国家专业银行而成立，但彼时的工行大而不强，运营效率低下，2004 年净资产甚至为负值。2005-2006 年工行进行了财务重组并改制为股份有限公司，实现 A+H 上市。改制和上市后的工行承接了原工行的资产和负债，但在运营上进行了一系列改革（包括重组前台业务部门、精简架构、集中资本及财务功能等），充分挖掘了既有资产的潜力，其在负债端的优势得以发挥。

图 21：改制与上市让工行的负债端优势得以发挥



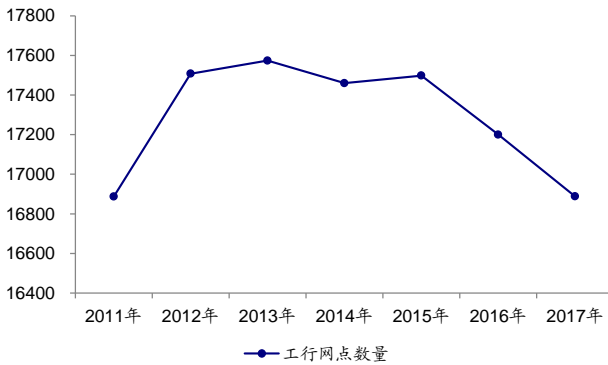
资料来源：16 家老上市银行（不含建行农行中行）年报及招股书，国信证券经济研究所整理

仍需关注移动端布局情况

当然，工行也并非可以躺着挣钱。长期来看，工行在负债成本上也会面临一些压力，压力主要来自个人活期存款。零售服务渠道逐渐从线下向线上、尤其是向移动端迁移，大幅降低了客户的转移成本，可能会降低客户粘性；渠道变迁、无现金支付降低了线下网点所带来的便利性优势，这显然对网点多的四大行不利。渠道变迁可能会对银行业竞争格局产生较大影响，典型案例是上世纪末本世纪初，招行凭借领先的“一卡通”和“一网通”产品大幅消除网点数量制约，迅速崛起为零售强行。不过，基于前述对工行资产端-负债端良性循环的判断，我们认为这一压力情形虽然有一定概率会削弱工行的竞争优势，但不足以使其竞争优势丧失。

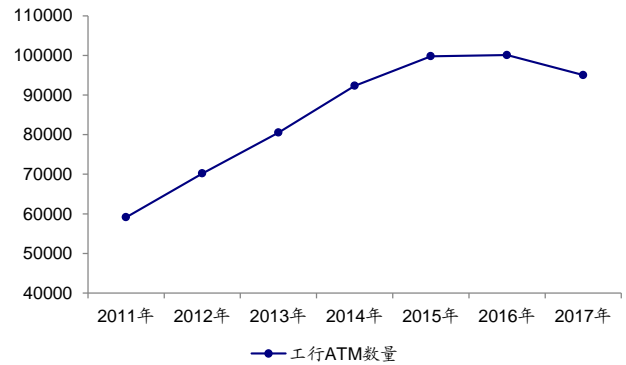
目前工行也在积极布局移动端，进展比较顺利，我们认为工行在短期内仍能维持现有竞争优势。工行正在缩减网点和 ATM 机的数量（图 22、23），并积极推进线上渠道建设，目前移动端布局顺利。根据艾瑞咨询数据，4 月份“中国工商银行”App 月活设备稳居银行业第 2 位、金融理财类第 4 位（图 24、25）。我们未来仍将紧密观察工行在移动端的布局，以评估其零售活期存款优势的强度及长期持续性。

图 22: 工行近年来不断缩减网点数量



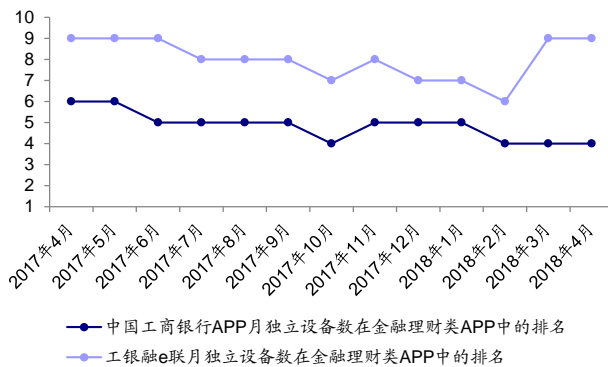
资料来源: 工行 2011-2017 年报, 国信证券经济研究所整理

图 23: 工行 ATM 机数量在 2017 年出现下降



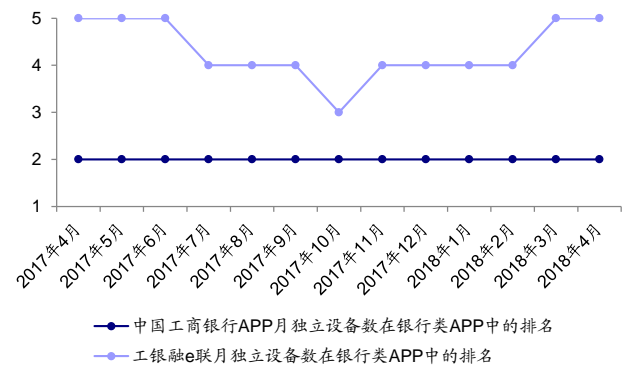
资料来源: 工行 2011-2017 年报, 国信证券经济研究所整理

图 24: 工行两个移动 App 月独立设备数在金融理财类中排名居前



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 25: 工行两个移动 App 月独立设备数在银行中排名居前

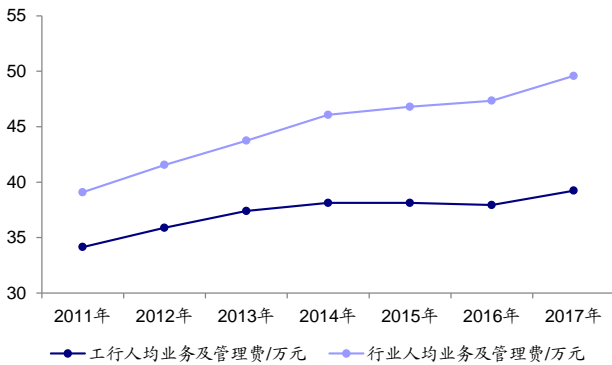


资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

成本管控有方, 彰显平台价值

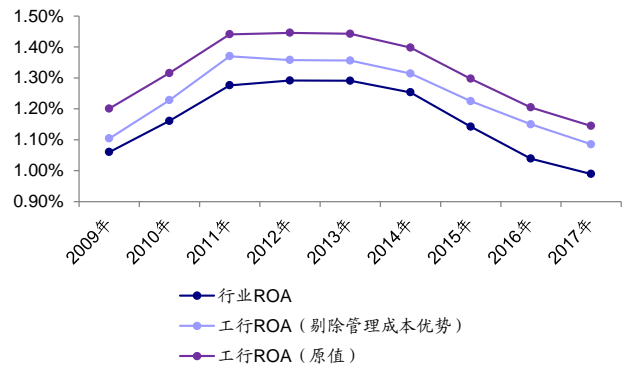
从杜邦分解来看, 工行另一优势在于较低的“管理成本/平均资产”。我们在上一篇报告《四大行竞争力比较分析: 竞争优势与估值对比》(2018年3月13日)中已经指出, 工行作为我国规模最大的银行, 在经营策略上采取守势, 其人均业务及管理费支出相对较低。这一方面可以理解为工行在业务开拓上不够积极, 但考虑到工行具有明显的竞争优势, 我们认为这也说明工行这个平台和品牌本身具有巨大的价值, 使其可以依托平台本身来获得竞争优势, 而不需要过度依靠个人。换句话说, 一旦工行在某些业务上加强激励, 我们预计其将获得更大的竞争优势, 这意味着发展潜力比较大。

图 26: 工行人均业务及管理费支出低



资料来源: 16家老上市银行 2010-2017 年报, 国信证券经济研究所整理

图 27: 剔除管理成本优势后, 工行 ROA 依然高于行业

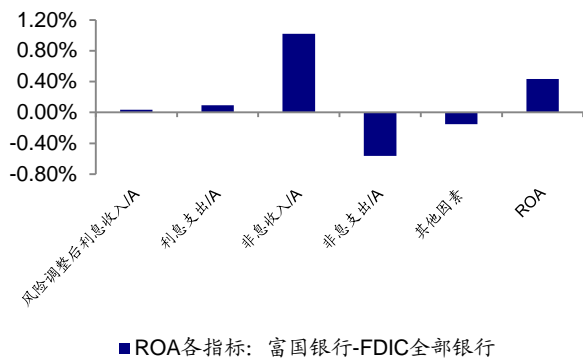


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

零售尚未用力, 发展空间十足

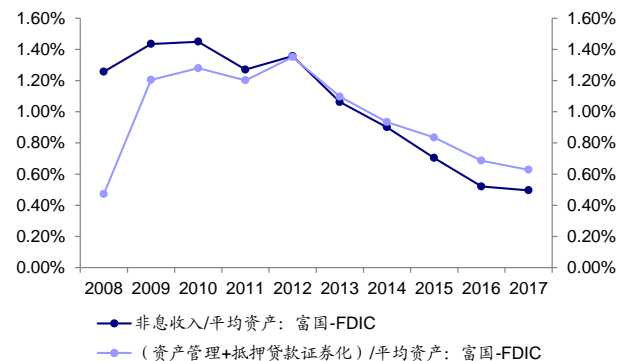
从国外经验来看, 优秀的大型银行往往在零售业务上表现不俗, 而且零售业务往往带来较多的非息收入, 比如资产管理和财富管理业务、住房抵押贷款证券化业务、银行卡业务等。以富国银行为例, 其在完成对美联银行的并购之后成为一家大型商业银行, 竞争优势主要来自资产管理业务和抵押贷款证券化业务。

图 28: 富国银行 2009-2017 年超额 ROA 主要来自非息收入...



资料来源: FDIC, 富国银行 2009-2017 年报, 国信证券经济研究所整理

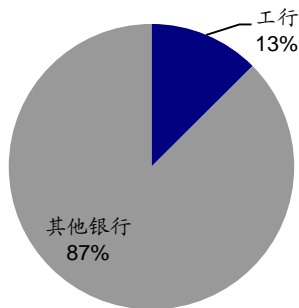
图 29: ...而非息收入优势主要来自资产管理与证券化业务



资料来源: FDIC, 富国银行 2009-2017 年报, 国信证券经济研究所整理

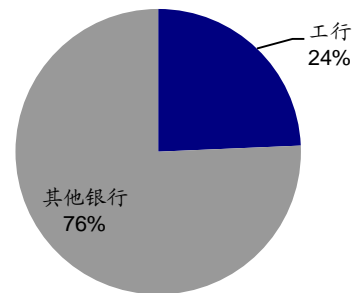
工行拥有良好的零售客户基础, 但并未深挖零售客户潜力, 存在很大发展空间。工行已经拥有了优秀的零售客户基础, 但除了沉淀出较多的活期存款、发放了较多的住房抵押贷款外, 并没有充分挖掘其零售客户的潜力, 在信用卡、消费信贷、零售资产管理及财富管理业务等方面营销不足。工行目前面临的竞争环境虽然已经比以前更加激烈, 但并未影响其竞争优势, 因而进行战略调整的需求也不是很迫切。倘若未来面临的竞争压力进一步增加, 我们认为依托手中握有的巨量零售客户资源, 工行在信用卡及消费贷款、个人财富管理及资产管理业务等方面可以实现更多的交叉销售收益; 而凭借大量的存量住房抵押贷款, 在更长时期内或许也可以产生较多的证券化收入。工行在零售业务上尚未用力, 未来仍然具备很大的发展空间。

图 30: 工行借记卡发卡量市占率领先...



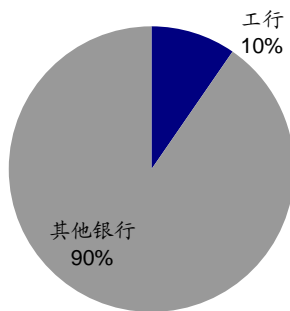
资料来源: 工行 2017 年报, 央行, 国信证券经济研究所整理

图 31: ...信用卡发卡量市占率也很高...



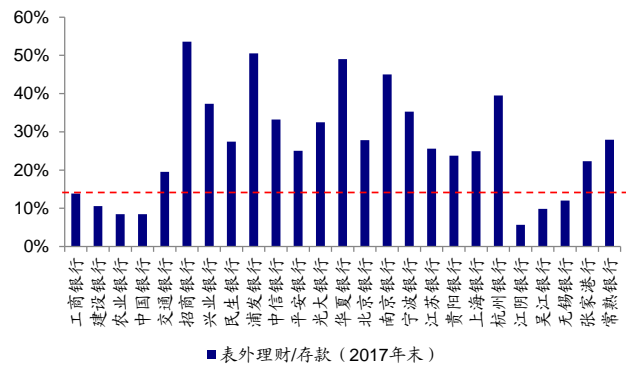
资料来源: 工行 2017 年报, 央行, 国信证券经济研究所整理

图 32: ...但信用卡贷款余额市占率不高...



资料来源: 工行 2017 年报, 央行, 国信证券经济研究所整理

图 33: ...理财规模相对也不算大



资料来源: 各上市银行 2017 年报, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们预计工行 2018-2020 年净利润同比增长 5.4%、7.1%、9.4%。盈利增长的关键驱动因素假设如下:

- 总资产增长率: 我们假设 2018-2020 年总资产同比增速分别为 5.2%/5.5%/5.5%。其中 2018 年总资产同比增速较 2017 年回落 2.9 个百分点, 主要考虑到目前货币政策中性偏紧, 行业整体资产增速亦将回落;
- 净息差: 我们假设 2018-2020 年净息差分别为 2.19%/2.24%/2.29%。净息差逐年回升, 主要是基于未来利率保持平稳这一假设, 根据重定价结构数据测算而来。考虑到未来利率变动存在较大不确定性, 以及重定价未考虑新投放资产及新增负债的收益率及付息率情况, 可能存在较大误差, 我们在表 3 中对净息差做了敏感性分析;
- 资产质量: 我们认为公司资产质量仍然处在改善通道, 不过出于审慎考虑, 我们假设公司 2018-2020 年不良生成率稳定在 0.60%, 较 2017 年小幅下降 0.01 个百分点; 我们假设 2018-2020 年不良贷款率保持在 1.50%, 拨备覆盖率分别上升至 171%/183%/190%。拨备覆盖率的回升反映出公司资产

质量压力减小、拨备计提力度增大。

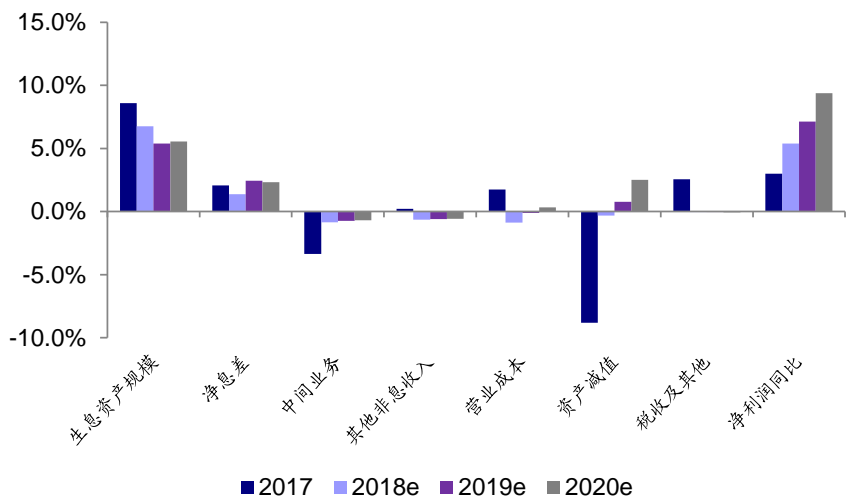
表 3: 净利润增速及 ROE 对净息差的敏感性分析

	净利润同比			ROE		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
净息差 (+5bps)	8.9%	10.7%	12.9%	13.9%	13.6%	13.5%
基准情形	5.4%	7.1%	9.4%	13.5%	13.2%	13.1%
净息差 (-5bps)	1.9%	3.6%	5.9%	13.1%	12.7%	12.7%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

对 2018-2020 年净利润增长的归因分析预测如下图所示。

图 34: 2018-2020 年净利润增长的归因分析预测



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

目前, 宏观经济在投资、外需等因素拉动下, 呈持续复苏状态, 对银行业信贷需求、资产质量均有积极意义。但如若 2018 年下半年经济形势不达预期, 则可能从多方面影响银行业经营。

我们对于工行内在价值的判断依赖很多假设, 部分假设存在主观性。比如我们对银行业长期 ROE 和长期利润增速的判断, 是假设银行业长期 ROE 回归到全社会股权回报率平均水平 (也就是折现率), 假设银行业长期利润增速与名义 GDP 增速相同, 并进一步假设名义 GDP 增速为 5% (大约对应 3% 的实际增速和 2% 的通货膨胀)。

我们认为工行内在价值被严重低估, 并没有考虑资本市场心理。从市场角度来看, 可能缺乏足够强的短期的催化剂, 从而导致工行的内在价值在较长时期内一直处于被低估的状态。

附表：财务预测与估值

价值评估(倍)	2017A	2018E	2012E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2012E	2020E
P/E	7.3	6.9	6.4	5.9	净利息收入	522,078	564,561	608,844	656,717
P/B	1.0	0.9	0.8	0.8	利息收入	861,594	950,674	1,010,847	1,074,407
P/PPoP	4.2	4.0	3.7	3.5	利息支出	339,516	386,113	402,003	417,690
市值/总资产(A股)	7.9%	7.5%	7.1%	6.7%	资产准备支出	127,769	136,297	142,063	141,650
股息收益率(税后)	4.2%	4.4%	4.7%	5.2%	拨备后净利息收入	394,309	428,264	466,781	515,068
					手续费净收入	139,625	145,331	151,558	158,289
每股指标(元)	2017A	2018E	2012E	2020E	其他经营净收益	64,799	64,799	64,799	64,799
EPS	0.79	0.83	0.89	0.98	营业净收入	726,502	774,692	825,201	879,806
BVPS	5.73	6.32	6.96	7.67	营业费用	236,891	256,877	274,257	290,626
PPoPPS	1.37	1.45	1.55	1.65	营业外净收入	2,799	2,799	2,799	2,799
DPS	0.24	0.25	0.27	0.30	拨备前利润	489,611	517,814	550,944	589,180
盈利驱动	2017A	2018E	2012E	2020E	总利润	364,641	384,316	411,680	450,329
存款增长	7.9%	7.0%	7.0%	7.0%	所得税	77,190	81,355	87,148	95,329
贷款增长	9.0%	8.0%	8.0%	8.0%	少数股东利润	1,402	1,402	1,402	1,402
存贷比	74%	75%	75%	76%	净利润	287,451	302,961	324,532	355,000
盈利资产增长	8.4%	5.2%	5.5%	5.5%	资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2012E	2020E
贷款收益率	4.16%	4.27%	4.28%	4.29%	现金及存放同业	1,650,818	1,106,571	1,315,264	1,257,405
债券收益率	3.29%	3.48%	3.53%	3.58%	央行准备金	3,613,872	3,866,843	4,137,522	4,427,149
资产生息率	3.55%	3.69%	3.72%	3.75%	拆放金融企业	183,424	122,952	146,140	139,712
存款成本率	1.39%	1.44%	1.44%	1.44%	贷款	13,892,966	14,977,368	16,145,342	17,418,142
负债付息率	3.06%	3.29%	3.33%	3.39%	贷款拨备	-340,482	-394,756	-456,552	-511,903
净息差(NIM)	2.15%	2.19%	2.24%	2.29%	债券投资	5,756,704	6,339,074	6,132,999	6,178,362
净利差(SPREAD)	2.01%	2.04%	2.08%	2.13%	固定资产	245,687	246,730	247,253	247,516
非利息收入比重	28%	27%	26%	25%	递延税款净额	28,398	28,398	28,398	28,398
费用收入比(含税金及附加)	32.6%	33.2%	33.2%	33.0%	其他资产	715,174	765,964	823,164	883,741
拨备支出/平均贷款	0.96%	0.94%	0.91%	0.84%	盈利资产	25,097,784	26,412,808	27,877,267	29,420,770
有效所得税率	21%	21%	21%	21%	总资产	26,087,043	27,453,900	28,976,082	30,580,424
					金融企业存放	2,753,343	2,469,151	2,201,747	1,884,807
收入盈利增长	2017A	2018E	2012E	2020E	存款	19,226,349	20,572,193	22,012,247	23,553,104
净利息收入增长	10.6%	8.1%	7.8%	7.9%	应付款项	1,179,081	1,235,911	1,299,625	1,366,202
手续费收入增长	-3.7%	4.1%	4.3%	4.4%	发行债券	787,214	822,888	880,490	942,124
营业净收入增长	7.5%	6.6%	6.5%	6.6%	付息负债	22,766,906	23,864,232	25,094,484	26,380,035
拨备前利润增长	9.2%	5.8%	6.4%	6.9%	总负债	23,945,987	25,100,143	26,394,108	27,746,238
净利润增长	2.8%	5.4%	7.1%	9.4%	实收资本	356,407	356,407	356,407	356,407
资产盈利能力	2017A	2018E	2012E	2020E	公积金	151,952	151,952	151,952	151,952
RoAE	14.0%	13.6%	13.2%	13.1%	一般准备	264,892	279,169	294,468	311,209
RoAA	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	未分配利润	1,097,544	1,265,383	1,447,031	1,648,283
RoAA(拨备前)	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	少数股东权益	13,565	14,967	14,967	14,967
RoRWA	1.9%	1.8%	1.8%	1.9%	所有者权益	2,141,056	2,353,757	2,581,974	2,834,187
资产质量	2017A	2018E	2012E	2020E	贷款结构	2017A	2018E	2012E	2020E
不良资产率	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	企业贷款	63%			
拨备覆盖率	154%	171%	183%	190%	票据贴现	2%			
拨备余额/全部贷款	2.4%	2.6%	2.8%	2.9%	个人贷款	35%			
资本	2017A	2018E	2012E	2020E	存款结构	2017A	2018E	2012E	2020E
资本充足率	15%	16%	16%	17%	企业活期	32%			
一级资本充足率	13%	14%	14%	15%	企业定期	23%			
财务杠杆(倍)	12.2	11.7	11.2	10.8	储蓄活期	20%			
风险加权资产比重	61%	62%	62%	62%	储蓄定期	24%			
核心一级资本充足率	12.8%	13.3%	13.9%	14.5%	其他存款	2%			

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032