



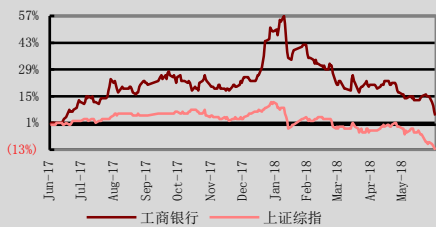
601398.SH

买入

市场价格：人民币 5.20

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10.4)	(4.2)	(12.1)	12.8
相对上证指数	4.3	4.8	(2.8)	22.3

发行股数(百万)	356.406
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	1,431,641
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,320
资本充足率(%)	15.1
主要股东(%)	
香港中央结算代理人有限公司/香港中央	24

资料来源：公司数据，聚源及中银证券  
以2018年6月28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: 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

\*林颖颖为本报告重要贡献者

# 工商银行

## 经营稳健，零售战略升级

在2018年强监管持续、流动性偏紧的环境中，工商银行资产负债结构稳健，与同业相比受冲击较小。工行在综合化平台和科技方面较同业竞争优势明显。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

- 综合化稳步推进，零售布局不断完善。公司在综合化平台和科技方面较同业竞争优势明显，有利于业务轻型化转型及盈利能力的提升。此外，公司积极推动“大零售”业务布局，经过多年深耕，在零售贷款、理财业务、信用卡贷款等众多领域形成优势，并且打造“E-ICBC”互联网金融体系，未来线下网点优势和线上拓展将进一步融合。
- 整体经营稳健，负债端优势凸显。工行负债端存款占比较高（1季度存款占比达到83%），低成本资金来源稳定。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。优质的资金来源有助于工行在严监管及流动性偏紧的环境下保持规模平稳增长，抵御来自同业、资管等监管因素冲击。
- 资产质量保持优异，不良生成压力较小。工行资产质量表现持续向好。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%，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

- 经济下行导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业，业务发展与经济发展相关性强。宏观经济影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。目前“紧信用”现象凸显，金融市场的相对宽松与实体流动性持续偏紧矛盾突出，需要关注企业贷款质量动态变化。

### 估值

- 我们维持工行2018/19年EPS 0.86/0.90元/股的预测，对应净利润同比增速为6.5%/5.6%，当前股价对应2018/19年市盈率6.08x/5.76x，市净率0.82/0.75x，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(%)	1.4%	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(%)	0.9%	2.8%	6.5%	5.6%	5.3%
净资产收益率(%)	15.9%	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)	6.66	6.48	6.08	5.76	5.47
市净率(倍)	0.98	0.91	0.82	0.75	0.68

资料来源：公司数据及中银证券预测

**损益表(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标 (RMB)</b>					
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
<b>资产负债表 (Rmb bn)</b>					
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
<b>利润表 (Rmb bn)</b>					
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
<b>资产质量</b>					
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
<b>经营管理 (%)</b>					
贷款增长率	18.42	9.01	9.00	9.00	9.00
生息资产增长率	16.23	8.34	7.99	7.36	7.38
总资产增长率	17.11	8.08	7.99	7.36	7.38
存款增长率	14.58	7.86	9.00	7.00	7.00
付息负债增长率	17.08	8.26	8.79	7.09	7.11
净利息收入增长率	(4.39)	10.65	10.60	7.66	7.37
手续费及佣金净收入增	9.42	(3.69)	1.00	2.00	2.00
营业收入增长率	1.40	5.32	8.40	6.43	6.25
拨备前利润增长率	7.85	9.14	8.80	6.54	6.37
税前利润增长率	0.46	0.37	6.54	5.61	5.33
净利润增长率	0.88	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
<b>盈利能力 (%)</b>					
NIM	2.16	2.22	2.27	2.27	2.27
拨备前 ROAA	2.02	1.96	1.97	1.95	1.94
拨备前 ROAE	25.78	24.04	23.98	23.27	22.61
ROAA	1.24	1.14	1.12	1.10	1.08
ROAE	15.90	14.58	14.19	13.60	13.05
<b>流动性 (%)</b>					
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
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	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					
% 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