

## 成本占优质量改善, 行业龙头不止于大

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 作为当之无愧的行业龙头, 工商银行多项业务经营指标常年居于行业首位, 其核心竞争优势可以概括为: 低成本负债、资产定价、资本金、信贷质量、风险防控五大优势。凭借这些优势, 工行在经营发展过程中展现出了较强的盈利能力和抗风险能力, 并向着世界一流强行的队伍迈进。
- **政策环境利好龙头, 行业重归强者恒强。** 虽然资管新规及其细则的落地使行业整体监管节奏边际趋缓, 但是去杠杆和化解金融风险的目标并未动摇, 银行整体信贷投放仍较为审慎。在这样的监管环境下, 我们认为从市场竞争和监管影响上来看更加有利于国有大行的发展。工商银行资金实力雄厚, 2017年资本充足率达到15.14%, 远超监管红线, 在五大行中也仅次于建设银行。同时经营策略稳健, 存贷款业务占比超过70%, 表外资产占比相对较低, 在强监管政策环境下面临的业务调整压力较小, 更容易获得相对竞争优势。
- **成本优势明显, 信贷质量改善。** 负债端, 工行凭借雄厚的资本实力和庞大的营销网络, 积累了丰富的客户资源, 同时也使公司获得了更大的低成本负债优势。工行以公司金融业务为主, 活期存款占比高达50%, 2017年计息负债成本率仅1.57%, 处于行业低位。资产端, 工行在资产端的收益率虽然处于行业中游, 但是资产质量相对较好, 公司通过严把信贷资质审批关口, 加大不良资产核销、处置, 不良资产生成率逐年下滑。我们认为, 在流动性保持合理充裕的背景下, 预计工行负债端存款成本有望边际下行, 而资产端信贷需求依然旺盛, 工行有望凭借资产、负债两端优势获得更大息差空间, 提升公司业绩。
- **盈利预测与投资建议。** 随着宏观经济环境企稳, 信贷资产质量持续改善, 叠加负债端成本边际下降, 我们认为工行 NIM 或将继续走扩, 而公司拨备前利润(PPOP)有望延续较快增长, 带来公司 ROE 的企稳回升。预计工商银行2018-2020年归母净利润增速为6.7%、10.0%、9.4%, EPS为0.86元、0.94元、1.03元, 对应PB为0.84倍、0.78倍、0.72倍, 未来6个月目标价7.23元, 首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示:** 监管趋严或使行业估值下行压力加大; 经济周期下行或使公司资产质量恶化; 存款成本大幅抬升或使公司息差空间收窄。

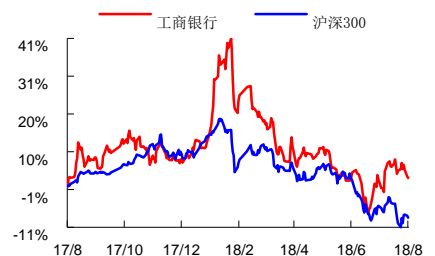
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	726,502	786,404	864,869	944,596
增长率	7.49%	8.25%	9.98%	9.22%
归属母公司净利润(百万元)	286,049	305,183	335,787	367,401
增长率	2.80%	6.69%	10.03%	9.41%
每股收益EPS(元)	0.80	0.86	0.94	1.03
净资产收益率ROE	13.75%	13.66%	13.80%	14.00%
PE	6.85	6.42	5.84	5.34
PB	0.92	0.84	0.78	0.72

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 郎达群  
执业证号: S1250517070003  
电话: 010-57758623  
邮箱: ldqun@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3,564.06
流通A股(亿股)	2,696.12
52周内股价区间(元)	5.08-7.75
总市值(亿元)	19,602.34
总资产(亿元)	264,937.81
每股净资产(元)	5.85

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：行业领军者与变革者</b> .....	<b>1</b>
<b>2 行业分析：政策稳中微调，行业重归强者恒强</b> .....	<b>3</b>
2.1 政策边际宽松但方向未变，监管环境利好龙头 .....	3
2.2 宏观政策释放积极信号，引导银行加大信贷投放 .....	5
2.3 银行风险偏好下降，信贷资产定价权移位 .....	5
<b>3 公司分析：成本优势明显，信贷审批审慎</b> .....	<b>7</b>
3.1 成本优势明显，规模效应突出 .....	7
3.2 信贷审批审慎，资产质量优良 .....	9
3.3 资本金充足，监管压力较小 .....	11
3.4 零售转型改善盈利，金融科技助推效率提升 .....	12
3.5 国际化战略先行，子公司贡献提升 .....	13
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>15</b>
4.1 相对估值 .....	15
4.2 绝对估值 .....	16
<b>5 风险提示</b> .....	<b>17</b>

## 图 目 录

图 1: 工商银行主营业务收入结构.....	1
图 2: 工商银行近两年净利润贡献结构.....	1
图 3: 2013 年-2017 年工商银行营业收入 (亿元, %).....	2
图 4: 2013 年-2017 年工商银行归母公司净利润 (亿元, %).....	2
图 5: 商业银行网点数目.....	2
图 6: 工商银行客户数量.....	2
图 7: 银行业杠杆倍数持续下滑.....	4
图 8: 我国商业银行资本充足率 (%).....	4
图 9: 2015-2017 年各类商业银行理财余额占比 (%).....	4
图 10: 投资、消费、出口累计同比增速 (%).....	5
图 11: 基础设施建设投资同比下滑加快 (%).....	5
图 12: 上半年社融和信贷增速均有所回落 (%).....	6
图 13: 银行新增信贷期限结构变化 (%).....	6
图 14: 银行贷款利率持续上行 (%).....	6
图 15: 商业银行业不良率变化情况 (%).....	6
图 16: 2017 年上市商业银行付息负债付息率 (%).....	8
图 17: 工商银行及全行业活期存款占比 (%).....	8
图 18: 工商银行和金融机构对公存款占比 (%).....	8
图 19: 工商银行管理成本/总资产.....	9
图 20: 2017 年上市银行成本收入比情况 (%).....	9
图 21: 工商银行贷款结构占比情况 (%).....	9
图 22: 工商银行贷款投放行业情况 (%).....	9
图 23: 工商银行不良贷款率和逾期贷款占比.....	10
图 24: 工商银行 2015 年后不良生成率持续下滑.....	10
图 25: 商业生息资产收益率对比 (%).....	10
图 26: 商业银行净息差对比 (%).....	10
图 27: 工商银行和全行业 ROA 对比 (%).....	11
图 28: 工商银行和全行业 ROE 对比 (%).....	11
图 29: 工商银行及银行业资本充足率状况 (%).....	11
图 30: 2017 年部分上市银行利息收入占比 (%).....	12
图 31: 工商银行理财余额在总资产中的占比情况 (%).....	12
图 32: 工商银行与行业个人贷款占比 (%).....	13
图 33: 工商银行个人贷款结构 (%).....	13
图 34: 工商银行信用卡发卡数.....	13
图 35: 工商银行私人银行客户数及资产规模.....	13
图 36: 我国银行业对外金融资产及同比增速 (亿美元).....	14
图 37: 工商银行境外机构利润贡献占比及利润同比增速.....	14
图 38: 2018 年一季度工行与境外银行 ROE 对比.....	15
图 39: 2018 年一季度工行与境外银行资本充足率对比.....	15
图 40: 2013-2018 年工商银行与世界一流银行估值对比情况.....	15

## 表 目 录

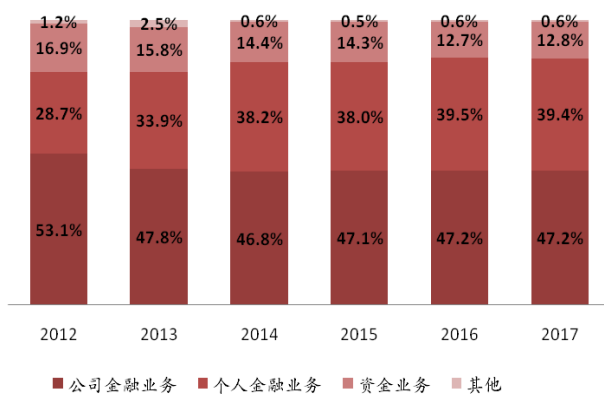
表 1: 2017-2018 年重要行业政策梳理.....	3
表 2: 2018 年大型债券信用违约事件梳理.....	7
表 3: 2018 年拟成立银行资管子公司一览.....	14
表 4: DDM 模型估值参数.....	16
表 5: 工商银行关键假设指标参数预测 (百万元) .....	16
附表: 财务预测与估值.....	18

## 1 公司概况：行业领军者与变革者

工商银行诞生于1984年1月1日，最早是作为重要的国家专业银行来承接人民银行的工商信贷和储蓄业务。在2005年公司完成股份制改革后，于2006年10月开始向海内外公开发行股票，实现了在上海、香港两地同步上市的历史性转变。经过三十余年的发展壮大，工商银行已经成为中国最大的商业银行，并凭借着庞大客户基础、多元化的业务结构和强劲的创新力跻身到世界领先大银行之列。截止到2017年底，公司已经在全球拥有627.1万公司客户和5.67亿个人客户，连续五年蝉联英国《银行家》杂志全球银行1000强，美国福布斯全球企业2000强榜首。

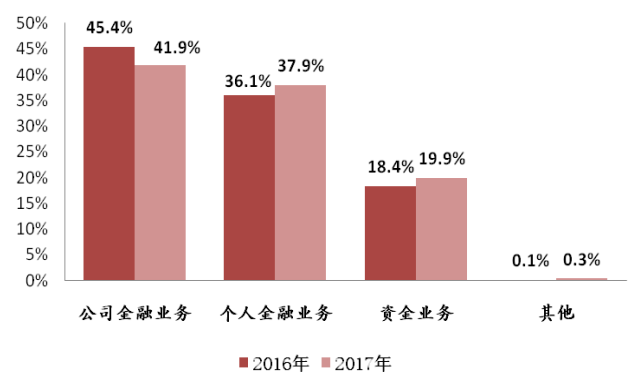
工商银行主营包括：公司金融业务、个人金融业务、资金业务和其他业务。作为国有商业银行龙头，工商银行业务结构非常均衡，公司金融业务收入占比最高，最近五年一直稳定在50%上下，凸显公司与国内企业单位的合作关系异常稳固。同时，随着近年来个人零售业务的兴起，工商银行的个人金融业务占比也随之提升至40%左右，较2012年提高了逾10个百分点，显示公司在巩固了公司业务的同时，也在着力发展个人零售业务以提升盈利能力。这一点，可以从最近两年工行个人金融业务净利润占比贡献持续提升得以佐证。

图 1：工商银行主营业务收入结构



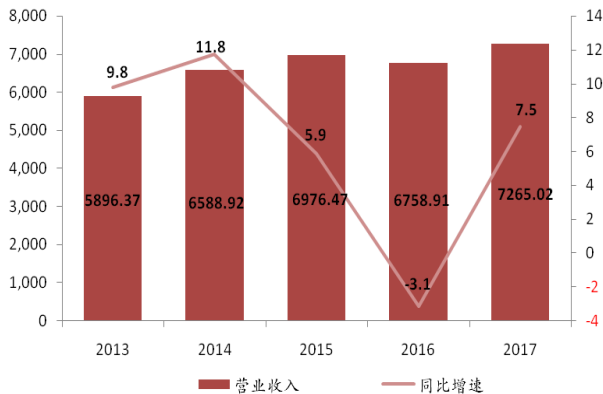
数据来源：公司年报、西南证券整理

图 2：工商银行近两年净利润贡献结构

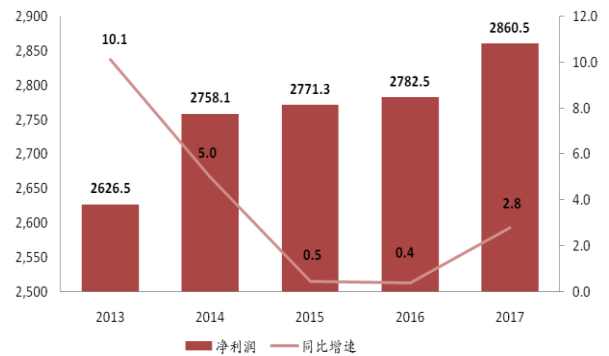


数据来源：公司年报、西南证券整理

自成立以来，工商银行的资产规模、营业收入、净利润等各项核心经营指标长期居于行业首位，资金实力雄厚业内无出其右。根据2018年一季报的最新数据显示，工商银行资产规模同比增长6.38%，达到26.49万亿元，稳居行业首位。从2017年度报告来看，公司营业收入和归母净利润分别达到7265.0亿元和2860.5亿元，同比分别增长7.49%和2.80%，增速均为近三年来最高值。

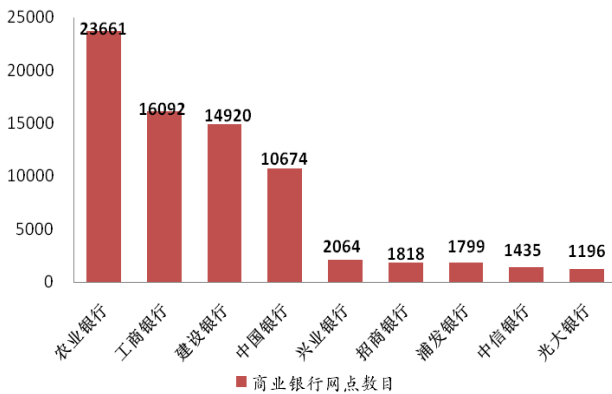
**图 3: 2013 年-2017 年工商银行营业收入 (亿元, %)**


数据来源: wind, 西南证券整理

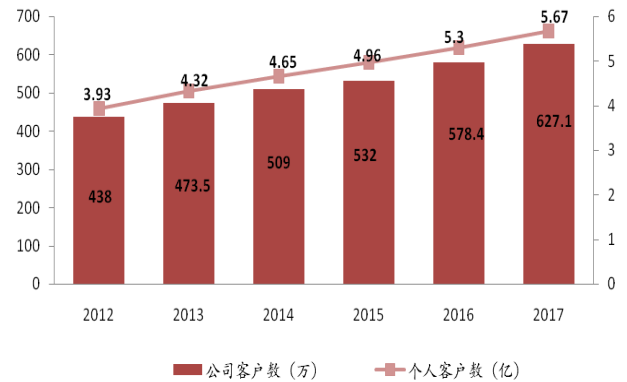
**图 4: 2013 年-2017 年工商银行归母公司净利润 (亿元, %)**


数据来源: wind, 西南证券整理

庞大的分销网络是工商银行在行业竞争格局中屹立不倒的王牌。一方面，基于雄厚的资本实力和良好的品牌效应，工行依靠密集的线下网点获取了庞大且稳定的外部优质客户资源，成为工商银行发展其他业务的基础和触角；另一方面，显著的规模效应也摊薄了公司单位运营成本，使工商银行成本收入比长期处于行业最低，且一直处于下降趋势，形成同业竞争中的内在优势。截止 2017 年底，工商银行拥有网点数量 16092 个，仅次于农业银行位居行业第二。凭借强大的渠道网点，公司获取个人客户 5.67 亿，公司客户 627.1 万，在激烈的行业竞争中处于绝对优势地位。

**图 5: 商业银行网点数目**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 6: 工商银行客户数量**


数据来源: wind, 西南证券整理

## 2 行业分析：政策稳中微调，行业重归强者恒强

### 2.1 政策边际宽松但方向未变，监管环境利好龙头

近年来金融监管政策一直围绕着去杠杆、防风险的主题贯彻推进。银行层面上，在 2017 年上半年银监会针对行业内存在的“监管套利、空转套利、关联套利”、“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”等市场乱象开展了一系列专项治理检查工作后，又进一步完善了 MPA 宏观审慎监管体系对商业银行相关经营指标进行考核，引导行业持续规范经营。进入到 2018 年，随着资管新规及其细则陆续落地，商业银行理财管理办法公开征求意见，行业整体监管环境延续了去杠杆的政策方向。虽然在监管节奏和执行力度方面有所宽松，但是坚持化解金融风险的初衷并未动摇。

表 1：2017-2018 年重要行业政策梳理

发布时间	发布政策	政策内容
2017.4.7	《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》	要求银监系统各分支机构（如地方银监局、银监分局）全面自查。
2017.4.7	中国银监会关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见	要求银行深入实施差异化信贷政策和债权人委员会制度；加快处置不良；因城施策保持房地产市场平稳健康发展；开展市场化债转股。
2017.4.10	《关于银行业风险防控工作的指导意见》	首次提出“新开展的同业投资业务不得进行多层嵌套”，在同业业务上要“做实穿透管理”
2017.12.22	中国银监会关于规范银信类业务的通知	商业银行不得通过信托通道将表内资产虚假出表，不得将信托资金违规投向限制或禁止领域。
2018.1.5	《商业银行委托贷款管理办法》	明确委托贷款的业务定位和各方当事人职责；规范委托贷款的资金来源、资金用途、贷款风险管理等。
2018.2.28	《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》	拨备覆盖率从不低于 150% 调整为 120%~150%，贷款拨备率也从不低于 2.5%，调整至 1.5%~2.5%。
2018.4.27	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	标准化债权资产的定义要素增加；但摊余成本法的使用范围要受到“双 5%”的限；非标仍然可以作为理财的基础资产存在，但不得期限错配；过渡期延长至 2020 年底。
2018.6.8	《关于完善商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》	商业银行月末存款偏离度不得超过 4%。
2018.6.23	《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》	货币政策和财政政策支持小微企业发展，包括增加支小支农再贷款再贴现额度，下调支小再贷款利率等。
2018.7.20	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》	公募资产管理产品可以适当投资非标准化债权类资产；鼓励金融资产使用市值计量；过渡期结束后难以消化的存量非标，可以转回表内；支持商业银行通过发行二级资本债补充资本解决表外资产占用问题；过渡期后仍未到期的少量股权类资产，经金融监管部门同意后，金融机构可以合理妥善处理。

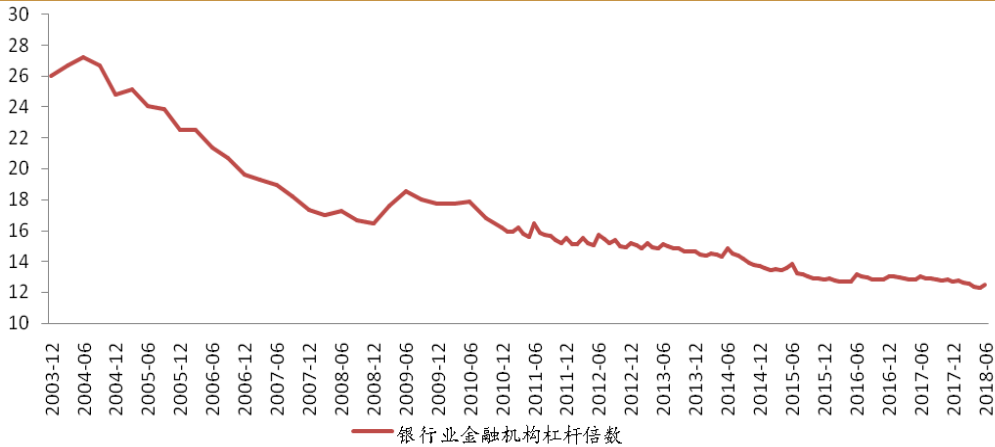
数据来源：政府网站、西南证券整理

在政策大方向没有发生实质转向的前提下，银行业整体业务发展仍将继续趋于规范和审慎，在打破刚兑、强化杠杆约束上面面临的挑战依然存在。以规模庞大的表外理财业务为例，虽然近年来发展迅速，给商业银行带来了丰厚的手续费收入，但也因为影子银行常年尾大不掉使监管难度提升，积聚了较多的潜在风险因素。尤其是表外理财业务当中的非标资产在过



去几年占比一直较高，是金融市场杠杆资金的重要来源，也是此轮银行业去杠杆行动的重中之重。在MPA宏观审慎考核体系的引导下，银行业整体杠杆倍数一直处于下行通道，当前杠杆倍数维持在15倍左右的低位。

图7：银行业杠杆倍数持续下滑

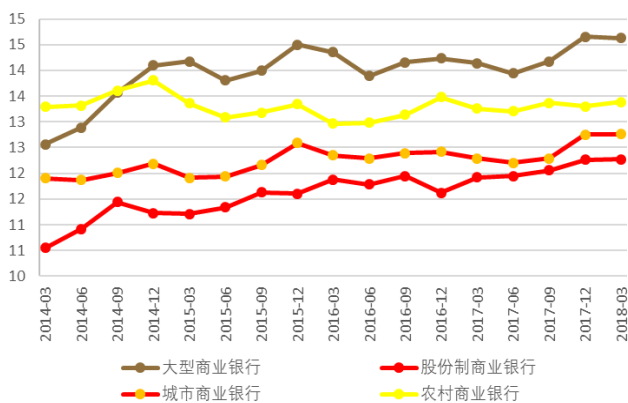


数据来源：wind、西南证券整理

随着2018年资管新规落地生效，在去杠杆、去通道的大背景下，商业银行表外资产回归表内成为大势所趋，而非标资产虽然在近几年已经下降明显，但如果考虑到回归表内对于银行自身资本金的占用，部分商业银行的资本金压力仍将持续提升。

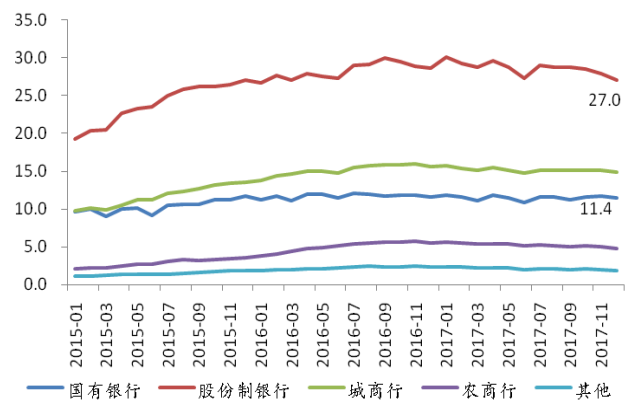
在这样的监管环境下，我们认为从市场竞争和监管影响上来看更加有利于国有大行的发展。国有大行资金实力雄厚，资本充足率常年维持在高位水平；同时经营策略稳健，存贷款业务占比较高，表外资产占比相对较低，在强监管政策环境下面临的业务调整压力较小。同时抵抗市场波动风险的能力更强，有望在未来的市场格局中进一步巩固竞争优势。

图8：我国商业银行资本充足率（%）



数据来源：wind、西南证券整理

图9：2015-2017年各类商业银行理财余额占比（%）



数据来源：wind、西南证券整理

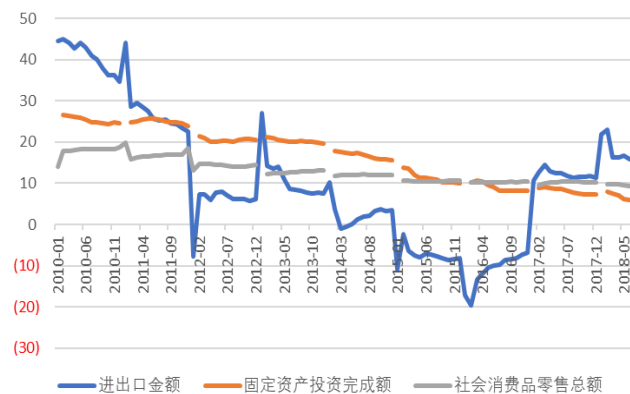


## 2.2 宏观政策释放积极信号，引导银行加大信贷投放

2018 年以来我国经济下行压力进一步增大，出口、消费和投资三驾驱动经济的马车面临动能切换。其中，出口方面，受中美贸易争端升级，全球经济复苏趋缓，需求动力不足等不利因素影响，增长面临着较大的不确定性。从国内消费来看，我国仍处于生产型社会向消费型社会过渡阶段，在扩大内需的政策支持下，消费升级步伐提速。但是，消费观念的转变和消费水平的提升并不是一蹴而就的，而是需要一个较长的培育阶段，短期内对经济的拉动作用相对有限。综合来看，投资仍将是未来一段时间内稳定我国经济增长的重要手段。在固定资产投资结构当中，房地产投资和基建投资是两个重要组成部分。从历史数据来看，我国房地产投资在过去较长时间内保持着稳定增长趋势，虽然在 2017 年受到政策调控因素影响增速有所趋缓，但在 2018 年上半年依然保持了 7.4% 的同比增速。与之相对应的是，我国基础设施建设投资增速在 2017 年 2 月份达到 27.3% 的高点后迅速回落，降至 2018 年 6 月份的 7.3%。这主要是由于 2017 年财政部加大了对地方隐性债务增量的管控力度，推动地方融资平台公司的市场化转型，使地方基建投资项目增速放缓所致。

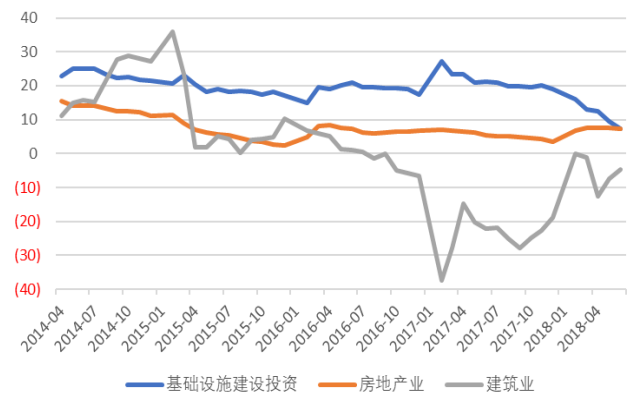
考虑到前期召开的经济政策会议已经根据当前经济实际发展情况对宏观经济政策做出一定微调，提出了更加积极的财政政策和稳健的货币政策，保证金融市场流动性合理充裕，我们判断后续或将出台更多宽松政策措施来稳定投资增长，尤其是对基础设施建设的信贷投放支持力度将持续加码，从而保证商业银行信贷规模维持较为稳定的增长态势。

图 10：投资、消费、出口累计同比增速 (%)



数据来源：wind，西南证券整理

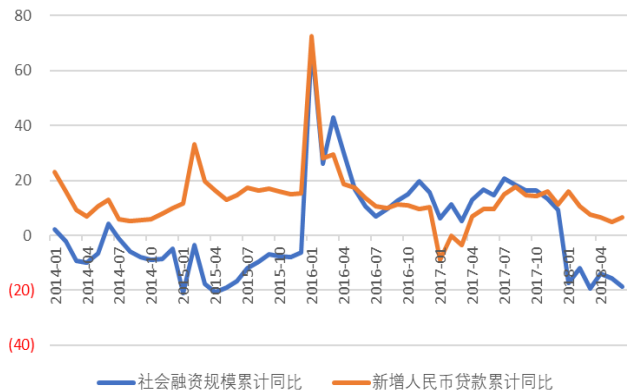
图 11：基础设施建设投资同比下滑加快 (%)



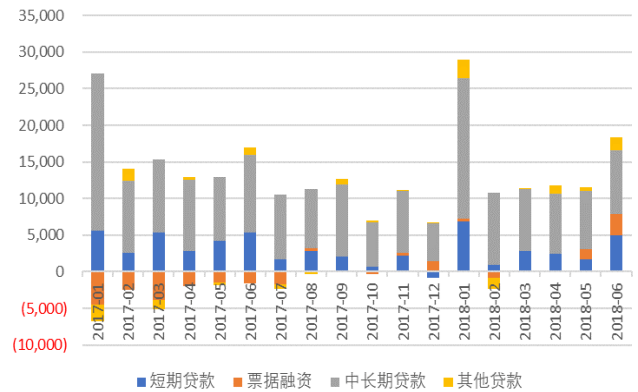
数据来源：wind，西南证券整理

## 2.3 银行风险偏好下降，信贷资产定价权移位

2018 年上半年宏观经济增长承压，外部中美贸易争端持续升温，内部在供给侧改革和环保限产压力下，部分企业经营环境恶化，信用违约风险上升，使银行在整体信贷投放上的风险偏好明显下降。同时，在金融市场去杠杆深化阶段，银行表外资产面临收缩回表压力，对信托、资管产品的资金供给减弱，也给一些通过非银机构进行融资的企业资金流带来一定压力。债券市场上，由于整体信用环境处于风险暴露阶段，市场对于企业信用评级的关注度明显抬升，部分低评级企业发债难度大大提升，即便顺利发行的债券融资成本也较以往明显抬高，抑制了企业的债券融资热情。这一系列连锁反应的结果，是社会融资规模增速在 2018 年上半年大幅下滑 18.5%，银行信贷规模增速放缓至 13.3%。

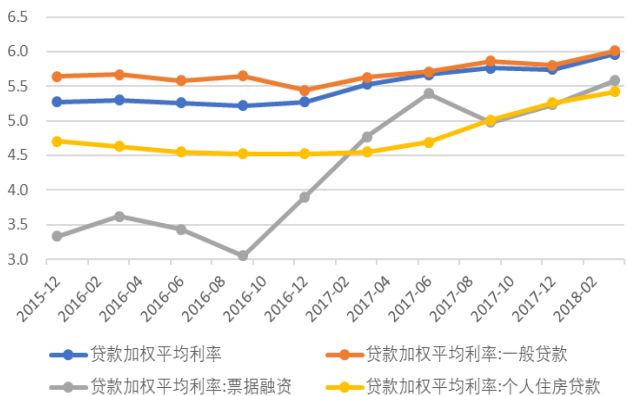
**图 12: 上半年社融和信贷增速均有所回落 (%)**


数据来源: wind, 西南证券整理

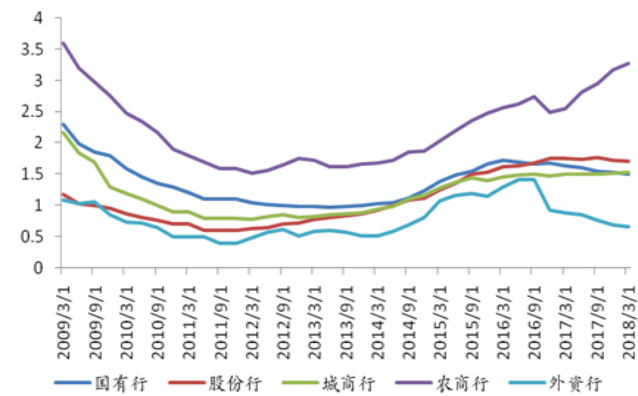
**图 13: 银行新增信贷期限结构变化 (%)**


数据来源: wind, 西南证券整理

在经济增速换挡阶段，部分实体企业信用风险暴露给银行信贷资产质量带来一定压力，自 2012 年以来我国商业银行整体不良率持续攀升，近三年来持续保持在 1.7% 以上。基于潜在信用风险上升的现状，商业银行在新增信贷投放上面的风险偏好明显下降，贷款审批趋严。从上半年银行的新增信贷结构来看，短期贷款和票据融资规模持续提升，整体加权平均贷款利率上升较快，反映了市场贷款需求保持旺盛的背景下，信贷资产定价权向商业银行靠拢，银行在信贷额度投放上的议价能力增强。

**图 14: 银行贷款利率持续上行 (%)**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 15: 商业银行业不良率变化情况 (%)**


数据来源: wind, 西南证券整理

**表 2：2018 年大型债券信用违约事件梳理**

违约时间	发行人	企业性质	所处行业	涉及违约债券规模	违约情况
2018/1/9	四川煤炭	地方国有	采掘	5亿元	本金+利息
2018/1/15	大连机床	混合制	综合	4亿元	利息
2018/3/1	中国城建	民营	建筑	18亿元	利息
2018/3/13	丹东港	中外合营	交通运输	19亿元	本金+利息
2018/3/14	神雾环保	民营	公用事业	4.5亿元	本金+利息
2018/4/17	亿阳集团	民营	综合	12.1亿元	利息
2018/4/23	富贵鸟	民营	纺织服装	8亿元	本金+利息
2018/4/27	神雾集团	中外合资	医药生物	5亿元	未履行追加担保义务
2018/5/8	富贵鸟	民营	纺织服装	13亿元	本金+利息
2018/5/21	上海华信	民营	商业贸易	20亿元	本金+利息
2018/5/21	上海华信	民营	商业贸易	20亿元	本金+利息
2018/6/1	阳光凯迪	中外合营	综合	18亿元	利息
2018/6/6	中安消	民营	计算机	5亿元	本金+利息
2018/6/13	中融双创	民营	机械	6亿元	利息
2018/6/21	上海华信	民营	商业贸易	25亿元	利息
2018/6/25	上海华信	民营	商业贸易	20亿元	本金+利息
2018/7/5	永泰能源	民营	采掘	15亿元	本金+利息

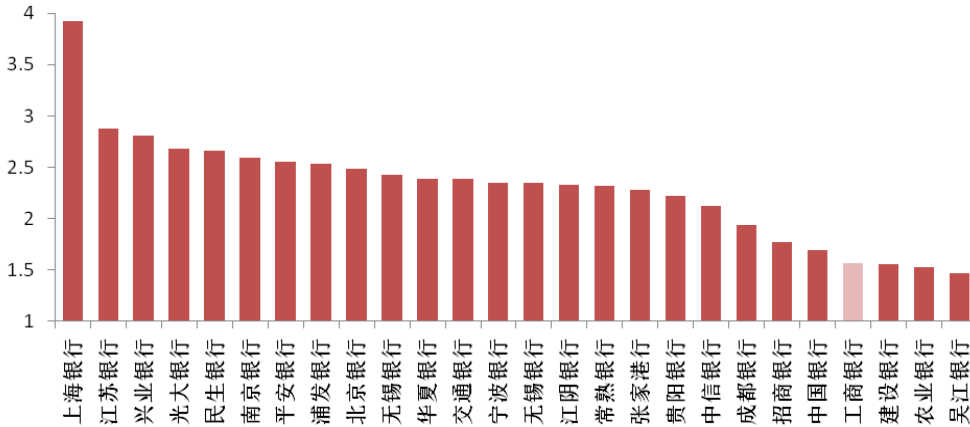
数据来源：公司公告、西南证券整理

### 3 公司分析：成本优势明显，信贷审批审慎

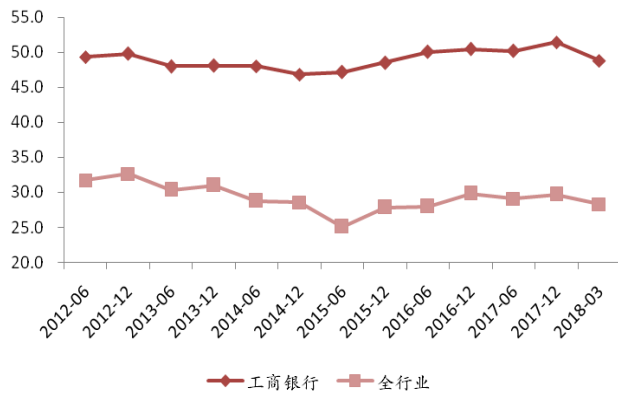
#### 3.1 成本优势明显，规模效应突出

负债端的成本优势是工商银行相较银行同业最为明显的竞争优势。根据 2017 年报数据显示，在 26 家上市银行当中，工商银行付息负债的平均利率低至 1.57%，在银行同业中名列前茅。作为国内最大的国有商业银行，工商银行凭借庞大的线下网点、雄厚的资金实力和优质的品牌影响力在境内城镇打下了扎实的客户基础，并与各级政府机关和大中型国有企业建立了紧密的合作联系。对比工商银行和行业平均存款结构，显而易见的是工商银行在对公存款占比方面遥遥领先行业平均水平。大量的优质机构客户为工行带来了稳定的低成本资金来源，尤其是在活期存款占比方面，工行活期存款占比常年维持在 50% 左右，高出行业平均水平 20 个百分点，铸就了负债端的宽阔护城河。

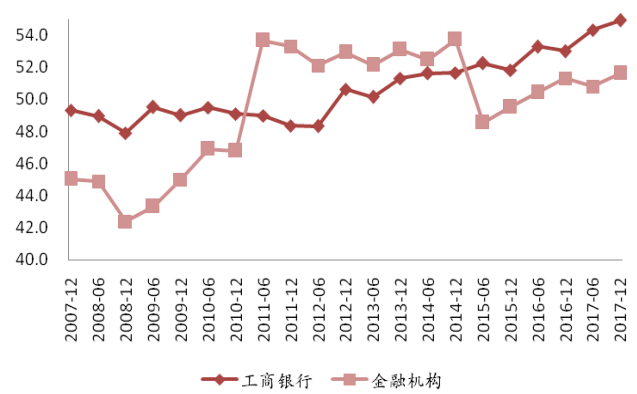
展望未来，我们认为虽然利率市场化使银行间揽储的竞争压力更加激烈，叠加资管新规带来的表外理财资产回表加快将使行业整体的负债成本存在一定上升压力，但反映到具体银行机构上或将存在一定分化。工商银行凭借与机构客户建立的稳定合作关系，有望受益于市场利率下行，负债成本进一步下降。

**图 16: 2017 年上市商业银行付息负债付息率 (%)**


数据来源: wind、西南证券整理

**图 17: 工商银行及全行业活期存款占比 (%)**


数据来源: wind、西南证券整理

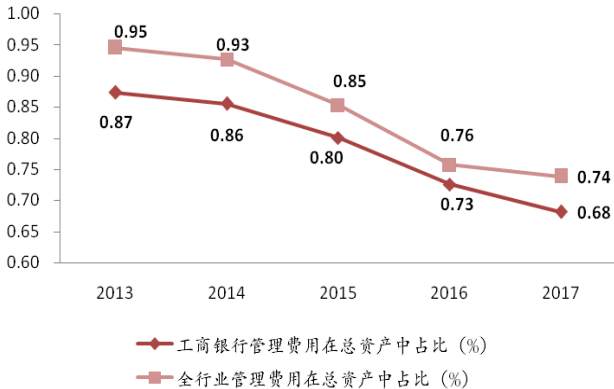
**图 18: 工商银行和金融机构对公存款占比 (%)**


数据来源: wind、西南证券整理

值得注意的是, 庞大的线下渠道网点虽然为工商银行铸就了一条天然的护城河, 但是在当前移动支付和互联网金融业务日益兴起的当下, 还是会无可避免的收到一些冲击。我们认为, 线下网点是银行业务获取的触角, 虽然在便利性方面不及移动端, 但是在业务开拓和客户培养方面依然承担着移动端无法替代的作用。同时, 在客户筛选和风险防范方面承担着初筛者的角色, 短期内的可替代性依然较低。

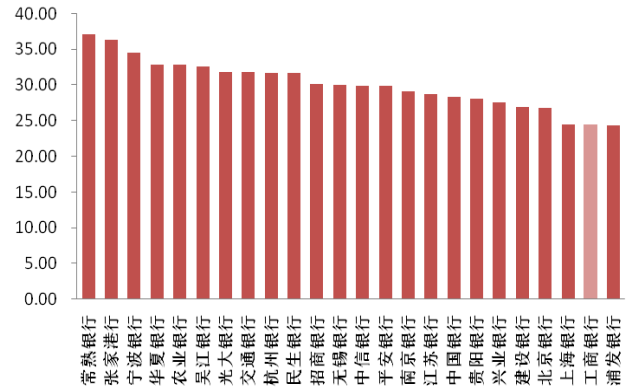
工行另一优势在于规模效应带来的单位成本下降。一直以来, 工商银行作为我国规模最大的商业银行, 在渠道建设和人力资源获取方面拥有天然优势, 以“管理成本/总资产”指标进行衡量, 工行单位资产的管理费用处于行业低位。得益于此, 工行的成本收入比常年也处于行业低位, 在上市银行当中仅高于浦发银行, 公司在创收过程中由规模效应带来的成本优势非常明显。

图 19: 工商银行管理成本/总资产



数据来源: wind, 西南证券整理

图 20: 2017 年上市银行成本收入比情况 (%)



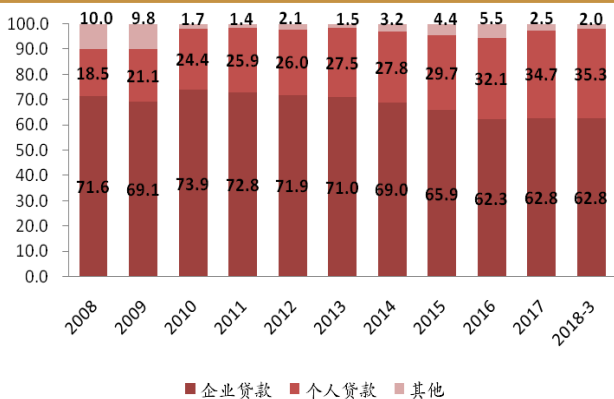
数据来源: wind, 西南证券整理

### 3.2 信贷审批审慎, 资产质量优良

近年来, 随着宏观经济下行压力增大, 市场信用违约风险上升, 行业整体对信贷投放的风险偏好边际下降。作为国有商业银行, 工商银行经营策略向来稳健, 在信贷资产的投放上一贯秉持从严治贷原则, 实行严格的资质管理。从结构上来看, 工行在企业贷款上的投放比例较高; 而从行业分类上来看, 工商银行对制造业、公共事业、批发零售、交运仓储、房地产行业的信贷投放比例较多, 结构较为均衡多元。

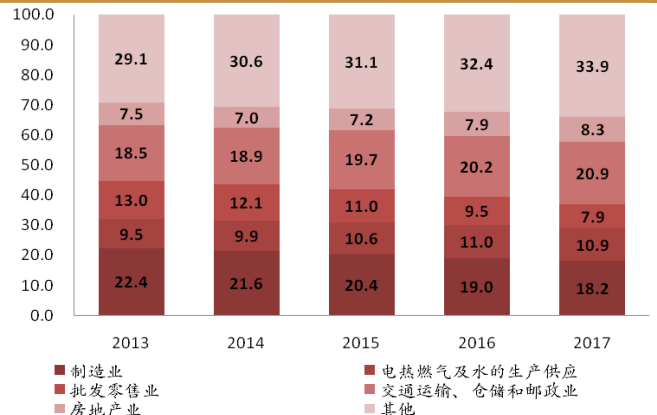
对信贷对象资质的严格管理使工商银行的信贷资产质量长期以来保持优质水平, 反映在指标上则是公司不良贷款率常年低于行业平均水平。随着近年来, 外部供给侧结构性改革政策带来实体企业盈利改善, 公司贷款端资产质量边际向好趋势明显。在加上公司内部加大对存量不良贷款的处置、消化, 公司不良贷款生成率也在逐年下滑。2018 年一季度工行的不良贷款率为 1.54%, 较 2017 年底下降 0.01 个百分点, 延续了自 2016 年以来的不良率下滑趋势。

图 21: 工商银行贷款结构占比情况 (%)



数据来源: wind, 西南证券整理

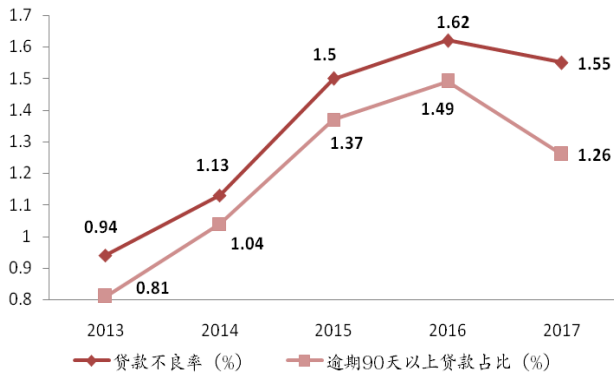
图 22: 工商银行贷款投放行业情况 (%)



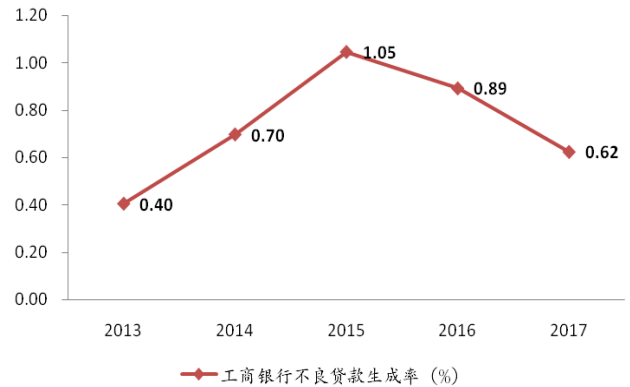
数据来源: wind, 西南证券整理



值得注意的是，工商银行不仅在信贷对象的资质管理方面更为严格，而且对信贷资产当中的不良资产确认标准也更加严谨。通过对比公司不良率和逾期 90 天以上的信贷资产占比，可以发现公司不良贷款率要高于逾期 90 天以上信贷资产比重约 20 个百分点，相较同业来说对逾期资产计提不良的比例更多，表明公司对信贷资产的风险防控更为谨慎，资产质量更为扎实。

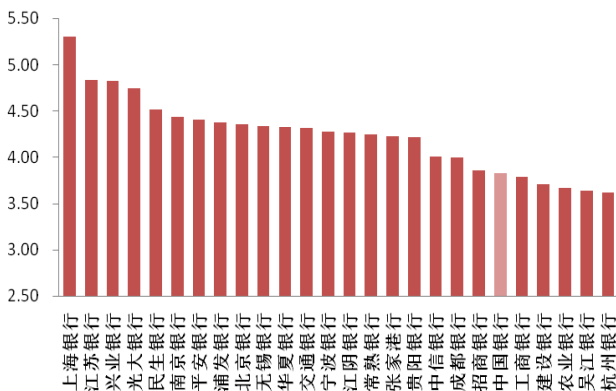
**图 23: 工商银行不良贷款率和逾期贷款占比**


数据来源: wind, 西南证券整理

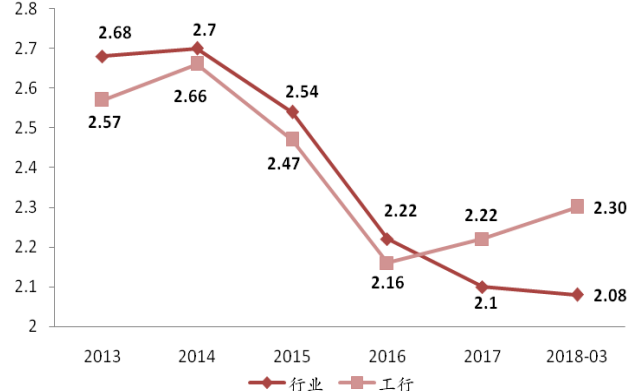
**图 24: 工商银行 2015 年后不良生成率持续下滑**


数据来源: wind, 西南证券整理

工商银行在资产端的收益率相较同业来说优势并不明显，但这主要源自公司对贷款资质的审查更为严格，信贷风险偏好较低所致。反映到净息差上来看，工商银行凭借在负债端的优势，拉动公司净息差水平处于行业中上游水平，在国有银行当中也仅次于农业银行，达到 2.3%。未来，我们认为随着市场利率的进一步下行，工商银行在负债端的优势将更为明显，同时资产端在行业整体风险偏好下降的背景下，资产定价能力有望持续提升，净息差有持续扩大的可能。

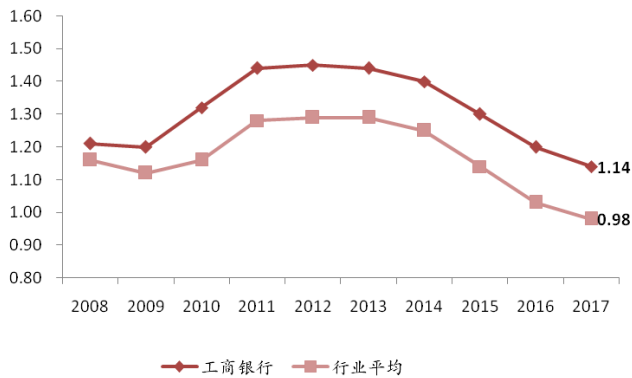
**图 25: 商业生息资产收益率对比 (%)**


数据来源: wind, 西南证券整理

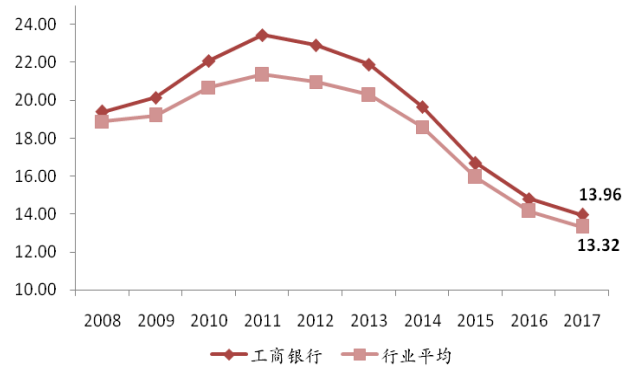
**图 26: 商业生息资产净息差对比 (%)**


数据来源: wind, 西南证券整理

盈利能力突出，无愧行业龙头本色。凭借在负债端的成本优势和资产端的稳健风格，工商银行近年来业绩增长稳定，盈利水平处于行业中上游。无论是 ROA 还是 ROE 均高于行业平均水平，2017 年，工商银行 ROA 为 1.14%，高于行业的平均值 0.98%;ROE 为 13.96%，高于行业的平均值 13.32%。未来随着公司有望随着 NIM 持续扩张进一步提升盈利水平，巩固行业龙头地位。

**图 27: 工商银行和全行业 ROA 对比 (%)**


数据来源: wind, 西南证券整理

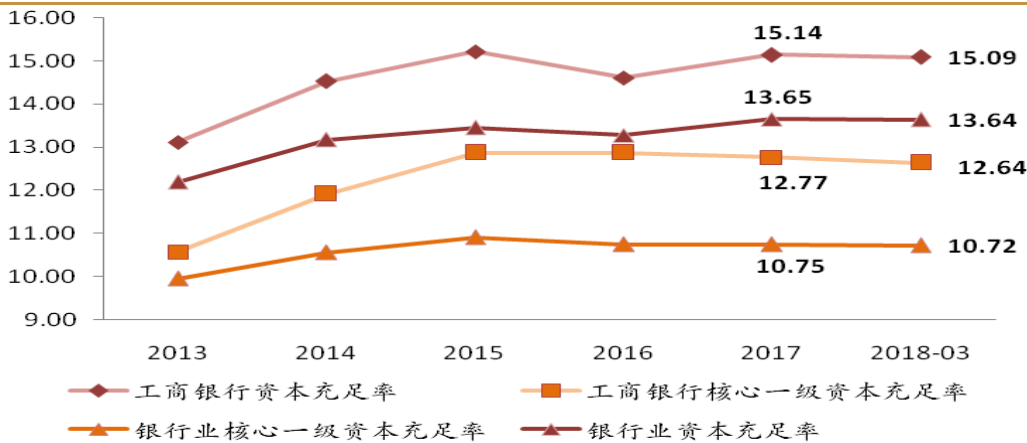
**图 28: 工商银行和全行业 ROE 对比 (%)**


数据来源: wind, 西南证券整理

### 3.3 资本金充足, 监管压力较小

根据巴塞尔协定规定, 银行业核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率最低要求分别为 5%、6%和 8%。而我国对商业银行的资本充足率监管要求包括最低资本要求、储备资本和逆周期资本要求、系统重要性银行附加资本要求以及第二支柱资本要求。储备资本要求为风险加权资产的 2.5%, 由核心一级资本来满足。特定情况下, 商业银行应当在最低资本要求和储备资本要求之上计提逆周期资本。逆周期资本要求为风险加权资产的 0-2.5%, 由核心一级资本来满足。国内系统重要性银行附加资本要求为风险加权资产的 1%, 由核心一级资本满足。相对于国际水平来说, 我国在商业银行资本充足率方面的要求更为谨慎。

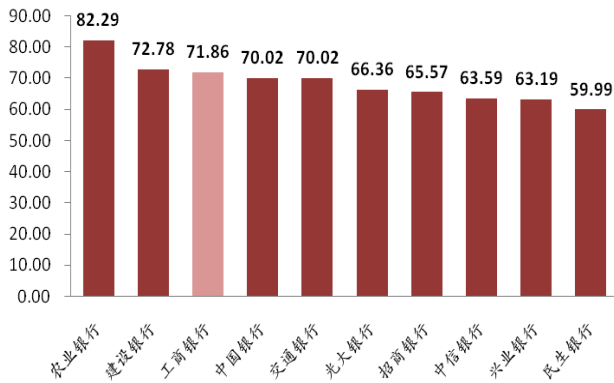
2018 年第一季度数据显示, 工商银行核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别为 12.64%、13.33%和 15.09%, 资本充足程度在国有商业银行中仅次于建设银行。并且若仅就净资本规模来看, 工商银行 2018 年 1 季度净资本规模达到 24777.52 亿元, 在商业银行中有绝对优势, 凭借其雄厚的资本金, 工行在抵御风险方面的能力要显著优于同业其他银行。

**图 29: 工商银行及银行业资本充足率状况 (%)**


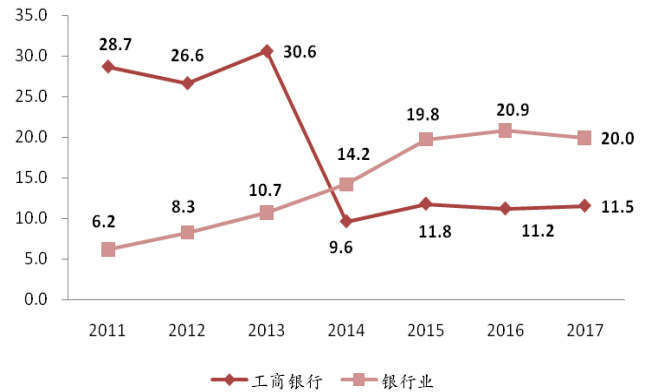
数据来源: wind, 西南证券整理



随着资管新规的落地，金融业未来将呈现监管向严的趋势。在此背景下，商业银行同业业务扩张受限，并且面临着表外资金回表，占用资本金的压力。相比而言，工商银行作为行业龙头，经营策略稳健，业务结构中以传统的存贷款业务为主，面临的监管压力较小。数据显示，工商银行 2017 年利息收入占比 71.86%，高于行业平均水平。2018 年 1 季度工商银行理财余额占总资产比重为 11.5%，虽然较往年有缓慢上升趋势，但仍远低于行业平均水平。

**图 30：2017 年部分上市银行利息收入占比 (%)**


数据来源：wind，西南证券整理

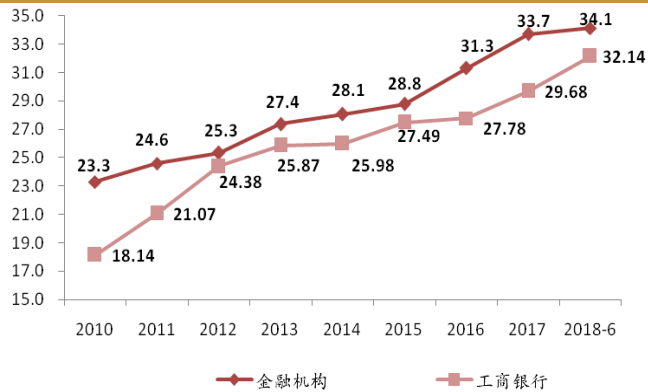
**图 31：工商银行理财余额在总资产中的占比情况 (%)**


数据来源：wind，西南证券整理

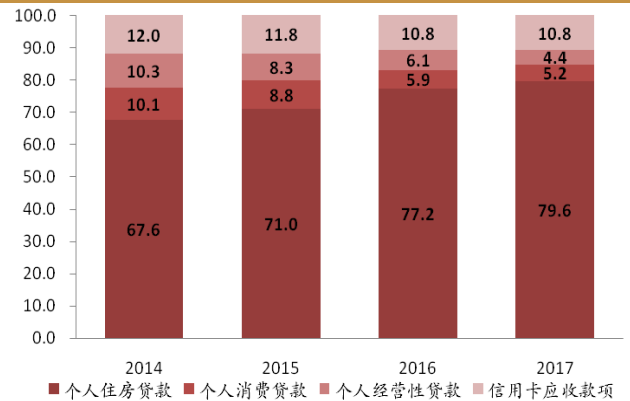
### 3.4 零售转型改善盈利，金融科技助推效率提升

公司近年来在向零售业务转型的过程中取得较大进步，零售业务对公司总营收和利润的贡献作用明显提高。尤其是在零售贷款业务方面，虽然工行过往受对公业务占比较高影响，零售业务贷款比例占比低于行业平均水平，但是随着近年行业在发展零售业务方向上的力度越来越大，工行在零售贷款方向上的投入也日渐增长，推动个人零售贷款业务占比持续提升，较行业平均水平的差距逐年收窄。

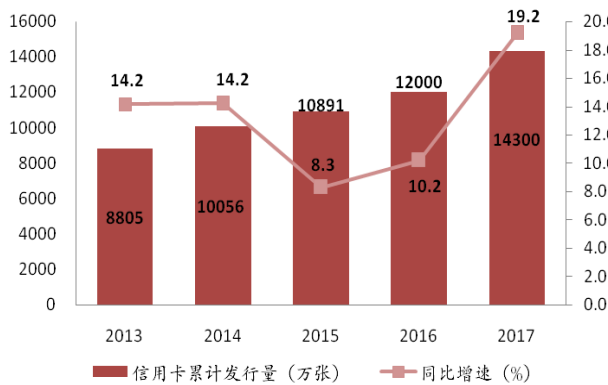
在个人零售贷款结构方面，工行充分发挥自身资本金优势和网点渠道优势，主要以个人住房按揭贷款为主，占比接近 80%；其次是信用卡贷款业务，占比超过 10%。工行的信用卡业务近年来增长明显，2017 年底累计发卡量达到 1.43 亿张，同比增长 19.2%，为信用卡业务收入奠定了客户基础。在私人银行业务方面，工行 2017 年私人银行客户达到 7.55 万人，管理规模达到 3671 亿元，同比增长 4.9%。

**图 32: 工商银行与行业个人贷款占比 (%)**


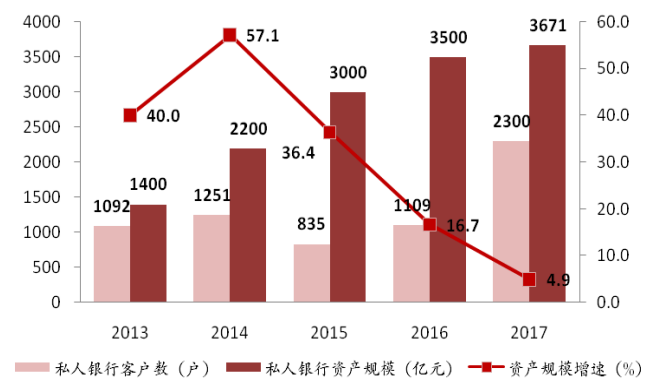
数据来源: wind, 西南证券整理

**图 33: 工商银行个人贷款结构 (%)**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 34: 工商银行信用卡发卡数**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 35: 工商银行私人银行客户数及资产规模**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

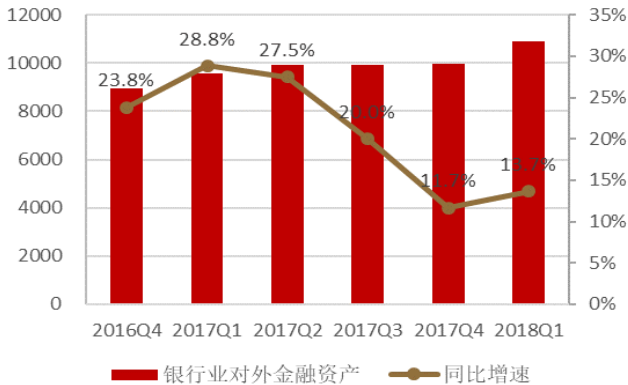
此外,金融与科技的交融也推动工商银行互联网金融战略规划不断升级。2015年3月,工行正式发布互联网金融品牌“e-ICBC”,以及主要三大平台和三大产品线(e-ICBC 1.0版本);2015年9月,公司网络融资中心的正式挂牌成立,构筑起了“三平台、一中心”的产品体系,提出了更清晰、更完善的互联网金融发展战略(e-ICBC 2.0版本);2017年8月,工行宣布在原电子银行部基础上组建网络金融部,以加快推动互联网金融 e-ICBC 2.0 向 e-ICBC 3.0 智慧银行战略升级,此外还组建七大创新实验室(e-ICBC 3.0 版本)。在公司不断加大金融科技投入与应用,零售客户保持快速增长的基础上,我们认为未来零售业务对公司的利润贡献还会继续加大

### 3.5 国际化战略先行,子公司贡献提升

国际化和综合化经营是整个银行业,也是工商银行经营发展的关键词。近年来,我国以商业银行为代表的金融机构走出去的步伐不断加快。截止到2018年一季度,我国银行业境外金融资产突破1万亿美元大关,同比增长13.7%。工商银行作为银行业国际化浪潮的领头羊,近年来也在稳步推进其国际化战略布局。工商银行网点和客户覆盖全球,境外机构对集团的利润贡献不断增强。截至2017年末,工行已经在45个国家和地区建立了419家机构。境外机构各项经营规模指标在集团中的比重逐渐增加。境外机构总资产规模占集团的比重从

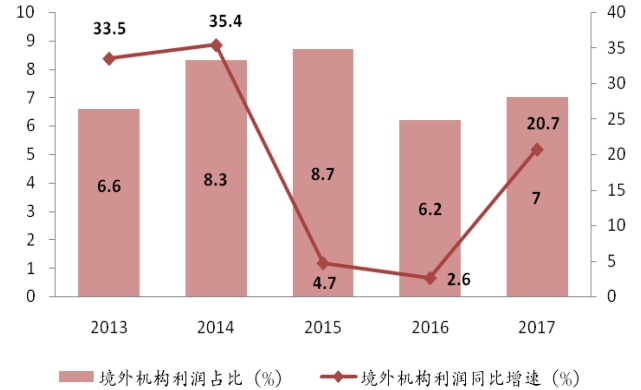
2012 年末的 5.85% 提高到 8.98%；税前利润占集团的比重达 7.02%，较 2012 年翻了一倍，同比增长 20.7%。

图 36：我国银行业对外金融资产及同比增速（亿美元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 37：工商银行境外机构利润贡献占比及利润同比增速



数据来源：wind，西南证券整理

此外，工商银行也在持续推进综合化经营战略实施。工行已搭建起覆盖基金管理、证券及投行、金融租赁、人寿保险和债转股业务的综合化经营平台。作为国内资管第一大金融集团，工商银行具有基金、保险、租赁以及投行等综合化经营优势，基金管理、金融租赁同类领先。工银瑞信是业内具有“全牌照”资格的基金管理公司，无论是总资产规模还是实现净利润规模，工银瑞信均在行业中处于领先地位；工银租赁在全力推进转型发展的过程中，各项业务也在稳健发展，与其他大行的金融租赁公司相比，其利润规模遥遥领先，为集团净利润贡献了 1.24% 左右。另外，为加快推进资管业务全球，2017 年 10 月，工银资管（全球）在香港揭牌成立，成为了工行全球资产管理统一运营平台。从整个行业来看，2018 年资管新规出台前后，已有 10 家股份制商业银行陆续宣布将成立资管子公司，注册资本从 10 亿元到 80 亿元不等。在加强行业监管和防范化解金融风险的背景下，银行设立资管子公司将有助于在强化风险隔离的同时提升综合金融服务能力，提升投研管理水平。

表 3：2018 年拟成立银行资管子公司一览

公告时间	所属银行	拟注册资本金
2018年3月24日	招商银行	50亿元
2018年4月21日	华夏银行	50亿元
2018年4月27日	北京银行	50亿元
2018年5月26日	宁波银行	10亿元
2018年5月31日	广发银行	50亿元
2018年6月1日	交通银行	80亿元
2018年6月2日	光大银行	50亿元
2018年6月7日	平安银行	50亿元
2018年6月8日	南京银行	20亿元
2018年6月29日	民生银行	50亿元

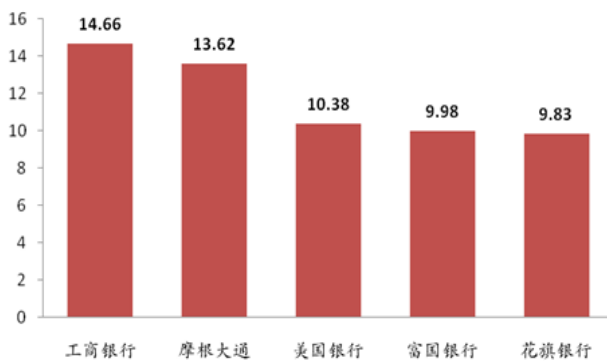
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 相对估值

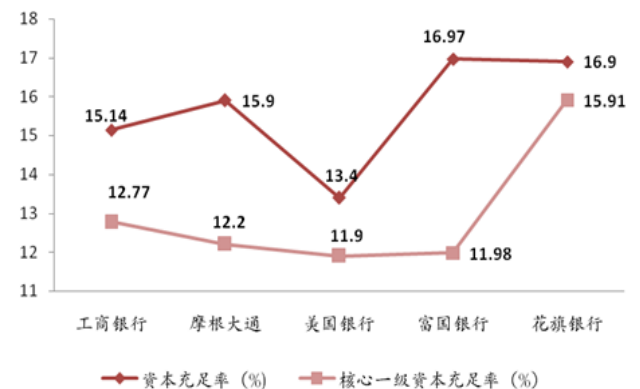
对于工商银行的估值，我们认为应当从国内外两个层次进行分类比较。在境内市场，工商银行作为当之无愧的行业龙头，多项业务经营指标居于行业第一。负债方面，工行凭借雄厚的资本实力和庞大的影响网络，在负债成本方面占据绝对优势；资产方面，工行经营风格稳健，信贷资产质量优良，不良率常年处于行业低位。凭借资产负债两端优势，工行净息差水平居于行业中上游水平，同时未来仍有扩大空间。对比行业估值，我们认为工商银行应当享有估值溢价。在境外市场，对比世界一流大行来说，工行资产规模庞大，资本金相对充足，盈利能力也居于前列，但是受制于息差水平较低、资产不良率偏高，业绩增长的潜力没有得到完全释放，进而抑制了整体估值，与我们认为，随着工行未来向零售转型持续深化，在费用成本和盈利方面的优势将逐渐得到挖掘。同时，随着债转股政策推动，公司在不良资产的计提、转让、核销方面的进度加快，公司有望在估值方面进一步向世界一流大行靠拢。综合国内外市场格局，我们认为工商银行合理的相对估值水平应该在 1.1-1.3 倍 PB 区间水平内。

图 38：2018 年一季度工行与境外银行 ROE 对比



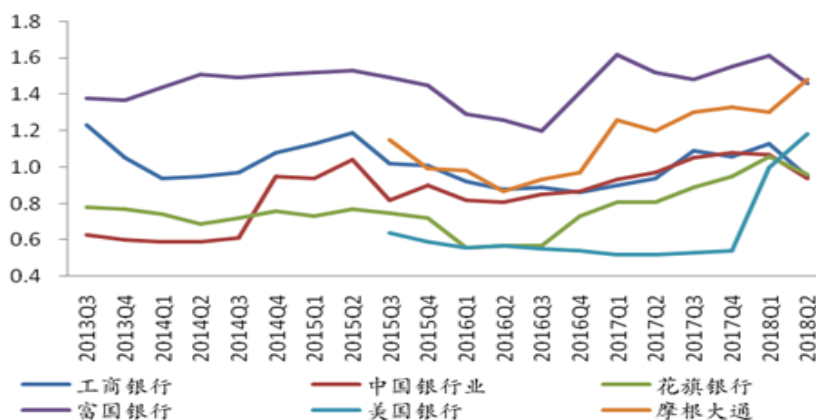
数据来源：wind，西南证券整理

图 39：2018 年一季度工行与境外银行资本充足率对比



数据来源：wind，西南证券整理

图 40：2013-2018 年工商银行与世界一流银行估值对比情况



数据来源：wind，西南证券整理

## 4.2 绝对估值

我们使用三阶段 DDM 估值，以未来三年作为短期，接下来 10 年作为过渡增长期，之后作为永续期。设定估值假设条件分别为：(1) 假设市场无风险利率为 3.5%，风险溢价为 6%，贝塔系数 1.1 倍，折现率为 10.1%；(2) 假设分红率始终保持在 30%；(3) 假设权益倍数维持在 12 倍。按以上主要假设条件，得到公司的合理价值为 9.01 元。

**表 4: DDM 模型估值参数**

证券名称:	601398.SH		
项目名称:	估值		
单位:	除百分比外其他为百万元		
估值日期:	2018年8月13日		
无风险利率	3.50%	估值结果	
市场风险溢价	6.00%	过度增长阶段	494995
贝塔系数	1.10	永续增长阶段	1979979
权益成本	10.10%	公司价值	2474974
		<b>每股价值</b>	<b>9.01元</b>

	详细预测期	过渡增长期	永续期
	2018-2020年	2020-2030年	2030年及以后
净息差	2.32%	2.30%	2.30%
生息资产/总资产	98.10%	98.00%	96.00%
贷款总额/生息资产	56.20%	55.00%	55.00%
净非利息收入/营业收入	23.19%	25.00%	25.00%
成本收入比(含营业税)	28.99%	28.00%	25.00%
PPOP ROAA	2.11%	2.00%	2.00%
信用成本	1.19%	1.00%	0.90%
有效税率	21.05%	21.00%	21.00%
ROAA	1.14%	1.00%	0.90%
权益乘数	11.94	12.00	12.00
ROAE	13.65%	12.00%	10.80%
股利支付率	30.00%	30.00%	30.00%
增长率g	9.55%	8.40%	7.56%

数据来源: Wind, 西南证券预测

对于未来公司成长，我们做出如下假设：(1) 未来三年公司存款增速将保持稳健增长趋势，2018-2020 年存款增速分别为 9%、8.5%、9%。(2) 未来三年公司贷款增速保持平稳增长，2018-2020 年贷款增速分别为 8%、8%、9%。(3) 公司生息资产收益率受债券投资收益率上升因素拉动，未来三年分别达到 3.68%、3.71%、3.73%。(4) 公司计息负债成本率维持低位水平，受市场利率下行未来三年分别达到 1.57%、1.56%、1.56%。

**表 5: 工商银行关键假设指标参数预测 (百万元)**

		2017A	2018E	2019E	2020E	
利息净收入	利息净收入	522,078	598,627	665,172	731,108	
	生息资产规模	合计	25,097,784	25,406,368	26,704,900	27,233,061
		贷款规模	13,892,966	15,004,403	16,204,756	17,663,184
		存放央行及同业资产	5,448,114	4,248,170	3,969,562	2,827,144
		债券投资	5,756,704	6,153,795	6,530,582	6,742,733
	生息资产收益率	3.67%	3.68%	3.71%	3.73%	
	计息负债规模	合计	22,506,632	24,223,100	26,209,073	28,479,525
		存款规模	19,226,349	20,956,720	22,738,042	24,784,465
		央行借款及同业负债	2,753,343	2,607,704	2,713,555	2,823,961

		2017A	2018E	2019E	2020E
	债券发行	526,940	658,675	757,476	871,098
	计息负债成本率	1.57%	1.57%	1.56%	1.56%
<b>非利息收入</b>		<b>204,424</b>	<b>187,777</b>	<b>199,697</b>	<b>213,489</b>
<b>营业收入</b>		<b>726,502</b>	<b>786,404</b>	<b>864,869</b>	<b>944,596</b>

数据来源：西南证券预测

基于以上假设，我们预测工商银行 2018-2020 年归母净利润增速为 6.7%、10%、9.4%，EPS 为 0.86 元、0.94 元、1.03 元，对应 PE 为 6.42 倍、5.84 倍、5.34 倍，对应 PB 为 0.84 倍、0.78 倍、0.72 倍。考虑到未来行业政策和经济发展周期的不确定性，以及公司零售转型升级带来的业绩弹性提升，我们选择了估值较为保守的相对估值方法，给予工商银行对应 2018 年 1.1 倍 PB 估值，对应未来 6 个月目标价 7.23 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 5 风险提示

监管趋严或使行业估值下行压力加大；经济周期下行或使公司资产质量恶化；存款成本大幅抬升或使公司息差空间收窄。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	盈利能力	2017A	2018E	2019E	2020E
净利息收入	522,078	598,627	665,172	731,108	ROAE	13.75%	13.66%	13.80%	14.00%
净手续费收入	139,625	142,418	145,266	148,171	ROAA	1.14%	1.13%	1.19%	1.25%
其他非息收入	64,799	45,359	54,431	65,317	RORWA	1.88%	1.89%	1.96%	1.99%
<b>营业收入</b>	<b>726,502</b>	<b>786,404</b>	<b>864,869</b>	<b>944,596</b>	生息率	3.67%	3.68%	3.71%	3.73%
税金及附加	7,465	8,019	8,571	9,201	付息率	-1.57%	-1.57%	-1.56%	-1.56%
业务及管理费	177,723	163,100	179,374	195,909	净利息差	5.24%	5.25%	5.27%	5.30%
营业外净收入	4,811	5,000	5,200	5,500	净息差	2.16%	2.28%	2.33%	2.36%
<b>拨备前利润</b>	<b>494,422</b>	<b>563,412</b>	<b>619,564</b>	<b>676,169</b>	成本收入比	-24.46%	-20.74%	-20.74%	-20.74%
资产减值损失	127,769	175,541	192,797	209,222	<b>资产质量</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>税前利润</b>	<b>366,653</b>	<b>387,871</b>	<b>426,767</b>	<b>466,946</b>	不良贷款余额	220,988	233,946	249,594	257,396
所得税	77,190	81,647	89,834	98,292	不良贷款净生成率	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%
<b>税后利润</b>	<b>289,463</b>	<b>306,224</b>	<b>336,932</b>	<b>368,654</b>	不良贷款率	1.55%	1.56%	1.54%	1.46%
<b>归属母公司净利润</b>	<b>286,049</b>	<b>305,183</b>	<b>335,787</b>	<b>367,401</b>	拨备覆盖率	154%	185%	216%	257%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	拨贷比	2.45%	2.89%	3.33%	3.74%
存放央行	3,613,872	3,772,210	4,092,847	4,461,204	<b>流动性</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
同业资产	1,834,242	1,884,345	2,005,688	2,140,251	贷存比	72.26%	71.60%	71.27%	71.27%
贷款总额	13,892,966	15,004,403	16,204,756	17,663,184	贷款/总资产	53.26%	53.47%	53.52%	53.73%
贷款减值准备	340,179	433,631	539,004	742,212	平均生息资产/平均总资产	96.07%	97.02%	97.07%	97.86%
贷款净额	13,892,966	14,570,773	15,665,751	16,920,972	<b>每股指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
证券投资	5,756,704	6,778,343	7,394,809	8,091,027	EPS	0.80	0.86	0.94	1.03
其他资产	989,259	1,056,601	1,116,418	1,179,864	BVPS	5.97	6.57	7.08	7.65
<b>资产合计</b>	<b>26,087,043</b>	<b>28,062,271</b>	<b>30,275,513</b>	<b>32,793,317</b>	每股股利	0.24	0.26	0.28	0.31
同业负债	2,753,343	2,607,704	2,713,555	2,823,961	<b>估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
存款余额	19,226,349	20,956,720	22,738,042	24,784,465	P/E	6.85	6.42	5.84	5.34
应付债券	526,940	658,675	757,476	871,098	P/B	0.92	0.84	0.78	0.72
其他负债	1,439,355	1,482,536	1,527,012	1,572,822	P/POPF	3.96	3.48	3.16	2.90
<b>负债合计</b>	<b>23,945,987</b>	<b>25,705,636</b>	<b>27,736,084</b>	<b>30,052,347</b>	股息收益率	4.36%	4.67%	5.14%	5.62%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,141,056</b>	<b>2,356,636</b>	<b>2,539,429</b>	<b>2,740,971</b>					

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn