

核心经营依然稳定，资产质量持续改善

增持（维持）

2018 年 08 月 30 日

投资要点

■ **营收端稳步改善，其他业务成本低基数拖累拨备前利润增速略有下降。**Q2 拨备前利润增速略有下降。工商银行上半年归母净利润同比增长 4.9%，其中 Q2 单季度增长 5.7%，增速较 Q1 提升 1.8pc。Q2 拨备前利润增速为 7.24%，较 Q1 下降 3pc。主要由于其他业务成本较去年同期多增 80 亿，去年基数较低主因子公司工银安盛再保合约摊回保险责任准备金增多，导致二季度该科目下降明显。剔除该因素，核心盈利能力仍然稳定向好。营收端：Q2 单季度净利息收入增速放缓，非息收入增长提速。上半年营业收入同比增长 7%；其中，Q2 单季度增速高达 10.2%，较 Q1 提升 6pc。净利息收入方面：Q2 单季度净利息收入同比增 9%，增速较 Q1 下降 3pc，预计由于生息资产规模增长放缓导致。中收方面：上半年手续费及佣金收入同比增长 3.4%，Q2 单季度增速较 Q1 提升近 4pc。其中，上半年银行卡和结算、清算及现金管理类业务收入同比增长 16.7% 和 17.1%，主要靠信用卡及第三方支付业务拉动。此外，承诺业务增长较快带动相关业务收入同比增长 30%。而资管新规和增值税影响下，理财业务收入有所下降。其他非息收入上，保本理财产品已实现收益增加带动投资收益相比去年同期多贡献 61 亿。

■ **净息差：高位持平，贷款利率提升，负债端成本优势明显。**上半年净息差为 2.30%，较一季度高位持平。资产端，贷款利率较 17 年上升 10bps；负债端，工行作为国有大行，客户基础稳固，核心负债尤其是活期存款来源稳定。存款成本较 17 年仅上升 1bp，其中公司存款上升 2bps，个人存款下降 4bps，对净息差有一定支撑。

■ **资产负债结构：存贷款稳步增长，投资类资产增配基金及其他投资。**资产端，信用卡贷款投放力度加大，基金及其他投资增加 2200 亿。6 月末，总资产规模超过 27 万亿，较 3 月末上升 3% 左右。贷款总额增长 2.51% 至 14.93 万亿。上半年新投放的 7000 亿贷款中，个人、对公贷款基本各占一半。其中，个人贷款除了主要投向住房按揭之外，信用卡贷款新增 491 亿（新增占个贷比重 13.4%），而消费贷款压降了近 300 亿。投资类资产中，上半年增加 2200 亿的基金及其他投资，增配近 3000 亿的债券资产。负债端：核心负债增长稳定，二季度新增存款 85% 来自活期。6 月末存款规模超过 20.8 万亿，较 3 月末增长 3%，新增的 6200 多亿存款中，85% 来自活期存款，低成本负债竞争优势明显。二季度同业负债增加约 680 亿，占比仍不到 10%，处于较低水平。

■ **资产质量：继续改善，拨备覆盖率与一季度基本持平。**不良率持平，但关注类贷款占比大幅好转。6 月末，工商银行不良率为 1.54%，较 3 月末持平。分类型来看，对公贷款不良率较 17 年末提升 2bps 至 2%，而个贷大幅下降 10bps 至 0.8%。加回核销及转出的不良生成率为 0.86%，相比去年同期增加 0.27pc。但前瞻性指标关注类贷款占比较 17 年末大幅下降 72bps，余额也下降接近 800 亿。逾期指标继续改善，不良认定标准趋严。6 月末，逾期和逾期 90 天以上贷款占比分别为 1.81% 和 1.22%，较 17 年末分别下降 0.2pc 和 0.04pc。不良/逾期 90 天以上贷款比例较 17 年末提升 3pc 至 126.6%，不良标准认定趋严，资产质量管控严格。拨备计提力度加大，拨备覆盖率与一季度基本持平。上半年工商银行贷款拨备计提 775.6 亿，相比去年同期多提 166 亿。6 月末拨备覆盖率 173.21%，比 3 月末略降 1pc 左右。

■ **盈利预测与投资评级：**工商银行经营稳健，拨备前利润高增长，业绩增长逐季提速，净息差连续三个季度回升；活期存款占比继续提高，核心负债稳定，负债端成本优势明显；在资产质量指标转好的情况下，拨备覆盖率提高至 150% 以上，未来有望打开利润释放空间。预计 18/19/20 年其归母净利润分别为 2996.05/3181.62/3412.75 亿，BVPS 为 6.33/6.97/7.66 元/股，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下滑；金融监管力度超预期。

证券分析师 马婷婷

执业证号：S0600517040002

021-60199607

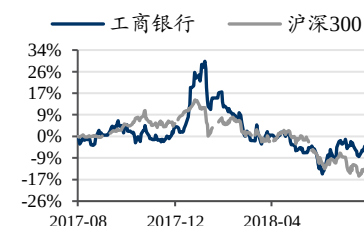
matt@dwzq.com.cn

研究助理 蒋江松媛

021-60199793

jiangjsy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.40
一年最低/最高价	4.84/7.44
市净率(倍)	0.92
流通 A 股市值(百万元)	1455905.95

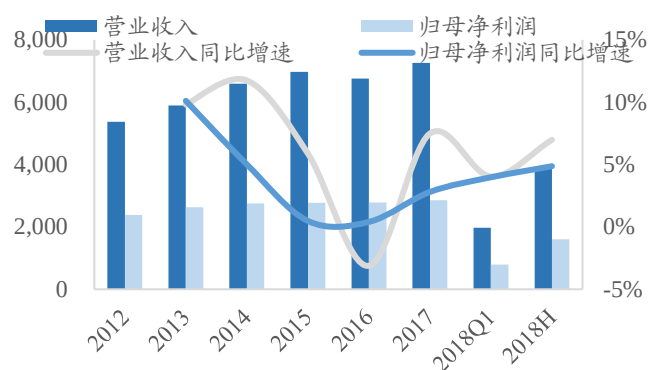
基础数据

每股净资产(元)	5.87
资产负债率(%)	91.97
总股本(百万股)	356406.26
流通 A 股(百万股)	269612.21

相关研究

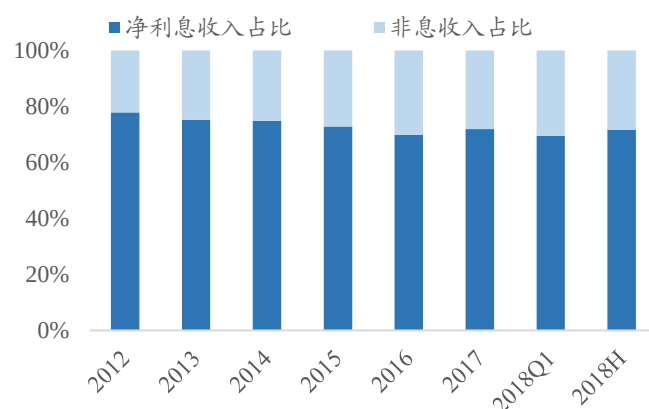
- 1、《工商银行 2017 年报点评：拨备前利润高增长，负债优势助力净息差回升》2018-03-28
- 2、《工商银行 2017 年三季报点评：业绩逐季好转，拨备覆盖率提升有望打开利润释放空间》2017-10-31
- 3、《工商银行 2017 年中报点评：经营稳健，资产质量显著改善》2017-08-31

图 1：工商银行收入和利润增速（亿元）



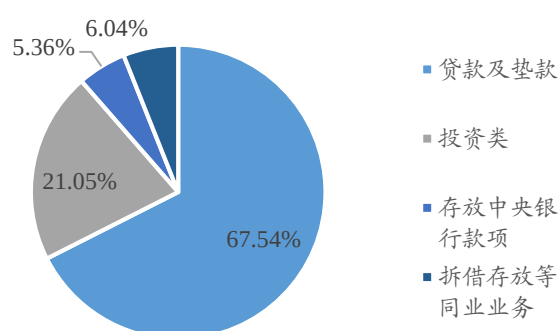
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图 2：工商银行利息收入和非息收入占比



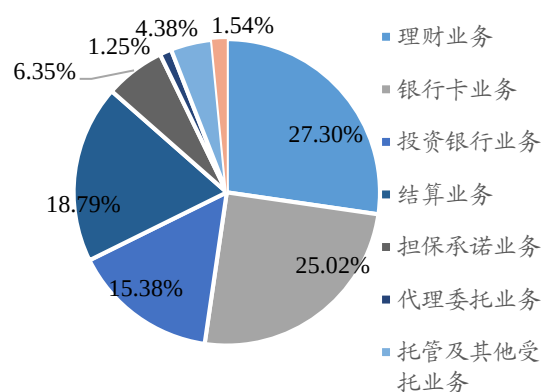
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图 3：工商银行利息收入结构



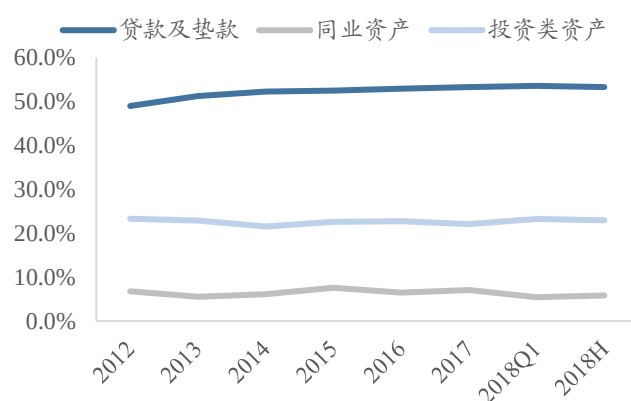
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图 4：工商银行手续费及佣金收入结构



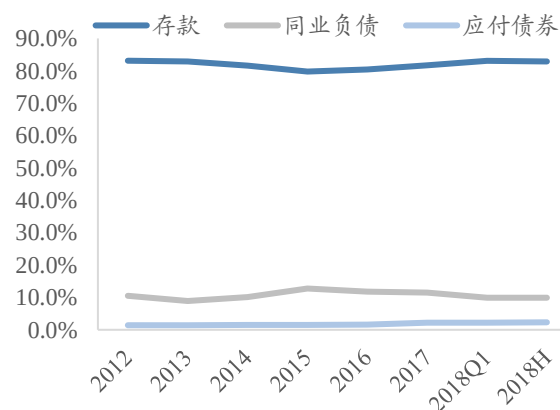
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图 5：工商银行资产端配置情况



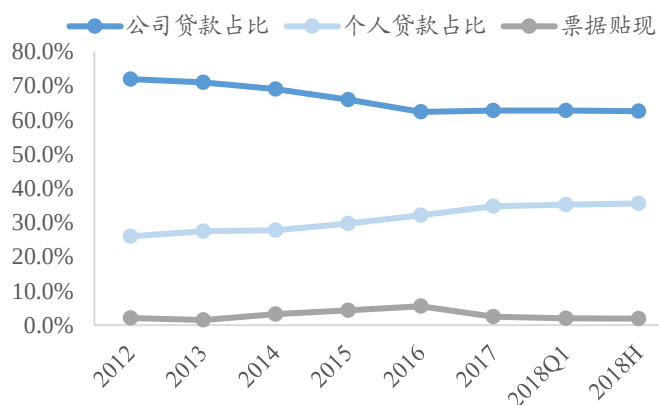
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图 6：工商银行负债端配置情况



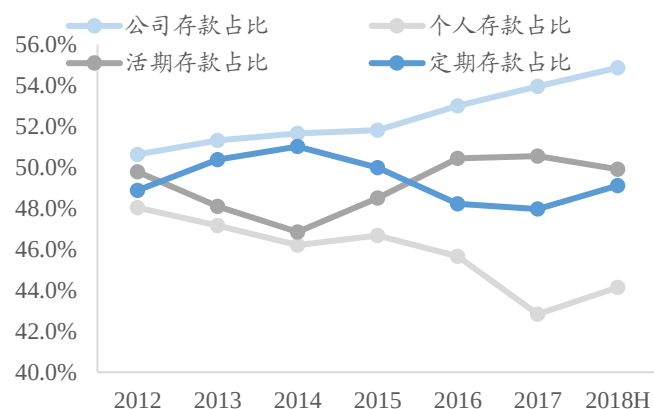
数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图 7: 工商银行贷款结构



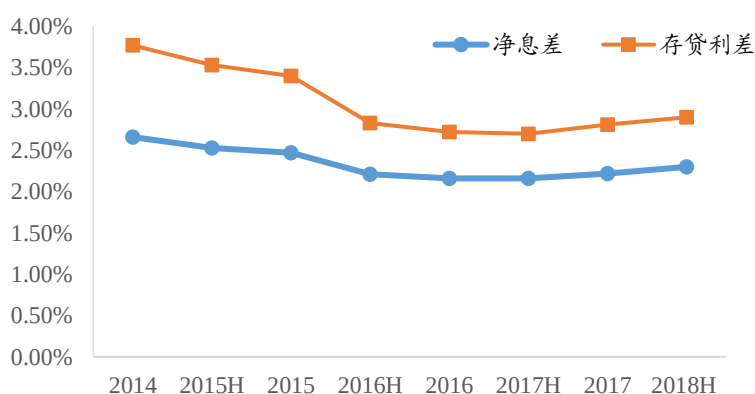
数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图 8: 工商银行存款结构



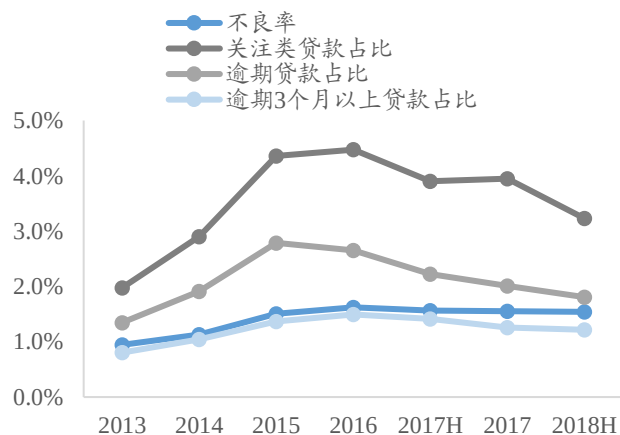
数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图 9: 工商银行净息差走势



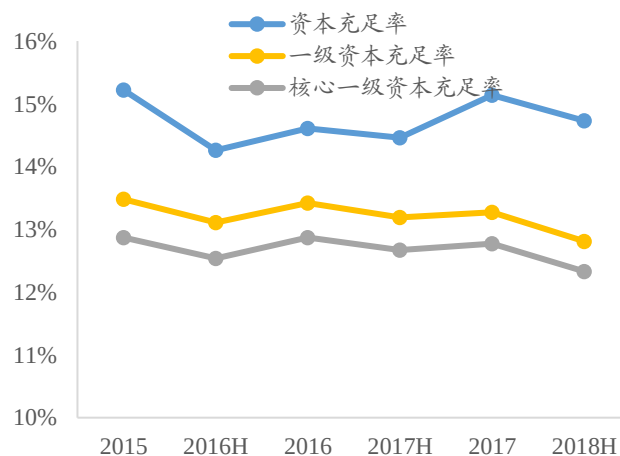
数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图 10: 工商银行资产质量情况



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图 11: 工商银行资本充足情况



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

工商银行财务预测表（单位：百万元）

每股指标	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS	0.80	0.84	0.89	0.96	净利息收入	522,078	571,946	626,790	689,789
BVPS	5.73	6.33	6.97	7.66	净手续费收入	139,625	142,418	145,266	148,171
每股股利	0.24	0.25	0.27	0.29	其他非息收入	13,096	13,096	13,096	13,096
P/E	6.73	6.42	6.05	5.64	营业收入	674,799	727,459	785,152	851,056
P/B	0.94	0.85	0.77	0.71	税金及附加	(7,465)	(8,118)	(8,863)	(9,722)
业绩增长率	2017A	2018E	2019E	2020E	业务及管理费	(177,723)	(184,318)	(191,084)	(198,613)
净利息收入	10.65%	9.55%	9.59%	10.05%	营业外净收入	2,799	2,882	2,882	2,882
净手续费收入	-3.69%	2.00%	2.00%	2.00%	拨备前利润	492,410	537,906	588,087	645,603
营业收入	5.32%	7.80%	7.93%	8.39%	资产减值损失	(127,769)	(151,073)	(171,948)	(193,348)
拨备前利润	9.14%	9.24%	9.33%	9.78%	税前利润	364,641	386,833	416,139	452,256
归母净利润	2.80%	4.74%	6.19%	7.26%	所得税	(77,190)	(85,759)	(96,417)	(109,308)
盈利能力	2017A	2018E	2019E	2020E	税后利润	287,451	301,074	319,721	342,948
净息差（测算）	2.14%	2.16%	2.19%	2.22%	归母净利润	286,049	299,605	318,162	341,275
生息资产收益率	3.53%	3.57%	3.60%	3.64%	资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
计息负债成本率	1.57%	1.59%	1.60%	1.61%	存放央行	3,613,872	3,921,051	4,273,946	4,679,971
ROAA	1.14%	1.11%	1.09%	1.08%	同业资产	1,834,242	1,724,833	1,677,879	1,681,856
ROAE	13.95%	13.39%	12.94%	12.66%	贷款总额	14,233,448	15,585,626	17,144,188	18,944,328
成本收入比	26.34%	25.34%	24.34%	23.34%	贷款减值准备	(340,482)	(414,985)	(504,400)	(608,240)
资产质量	2017A	2018E	2019E	2020E	贷款净额	13,892,966	15,170,641	16,639,789	18,336,088
不良贷款余额	220,988	237,096	256,298	278,862	证券投资	5,756,704	6,198,150	6,664,643	7,130,067
不良贷款净生成率	0.62%	0.61%	0.61%	0.61%	其他资产	989,259	1,064,816	1,153,170	1,254,538
不良贷款率	1.55%	1.52%	1.49%	1.47%	资产合计	26,087,043	28,080,205	30,409,910	33,082,990
拨备覆盖率	154.07%	175.03%	196.80%	218.12%	存款余额	19,226,349	20,860,589	22,738,042	24,898,156
拨贷比	2.39%	2.66%	2.94%	3.21%	同业负债	2,752,887	2,814,029	2,950,111	3,125,252
资本情况	2017A	2018E	2019E	2020E	应付债券	526,940	537,479	548,228	559,193
资本充足率	15.14%	15.32%	15.38%	15.37%	负债合计	23,945,987	25,723,898	27,823,772	30,249,362
一级资本充足率	13.27%	13.58%	13.78%	13.90%	股东权益合计	2,141,056	2,356,307	2,586,138	2,833,627
核心一级资本充足率	12.77%	13.12%	13.35%	13.50%	负债及股东权益合计	26,087,043	28,080,205	30,409,910	33,082,990

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>