

# 工商银行 (601398)

## 收入端持续向好，存款增长较快

证券研究报告

2018年08月31日

<b>投资评级</b>	
行业	银行/银行
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	5.40元
目标价格	7.58元

<b>基本数据</b>	
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)	1,455,905.95
流通A股市值(百万元)	1,455,905.95
每股净资产(元)	5.85
资产负债率(%)	91.75
一年内最高/最低(元)	7.77/5.05

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



资料来源: 贝格数据

<b>相关报告</b>	
1	《工商银行-首次覆盖报告:综合经营领先, 堪称世界一流大行》
	2018-05-27

### 事件:

8月30日, 工商银行披露18年中报。1H18实现归母净利润1604.42亿元, YoY +4.9%; 营收3874.51亿元, YoY +7.0%; 年化ROE达15.33%。6月末, 不良率1.54%, 环比下降1BP; 拨备覆盖率173.2%, 环比降1.3个百分点。

### 点评:

**1H18 拨备前利润同比增 8.9%, 收入端在持续向好。**1H18 归母净利润同比增长 4.9% (1Q18 为 4.0%), 符合预期。盈利拆解来看, 盈利增长受规模稳健增长、息差同比提升以及国债地方债投资带来税收优惠的正面贡献较大, 而较大力度计提拨备部分压制了盈利增速。若看反映经营成长性的拨备前利润, 1H18 同比增 8.9%, 增速为近年同期较高水平 (1H17 为 7.7%)。单季度来看, 2Q18 单季拨备前利润同比增 7.2%, 较 1Q18 的 10.4% 有所下行, 主要是 2Q18 净利息收入同比增速 9.0% (1Q18 同比增 12.3%), 但单季环比仍在上行, 预示收入端在持续向好。

**净息差持续提升, 中收增速好于预期。**1H18 净息差 2.30%, 同比提升 14BP, 净息差提升的主要是生息资产收益率提升快于负债端成本率上升。1H18 生息资产收益率为 3.79%, 同比提升 18BP, 其中贷款收益率达 4.33%, 同比去年同期提升 20BP。较好的客户基础之下, 公司负债端成本率同比小幅上升 5BP 至 1.63%, 低成本优势显著。1H18 中收同比增 3.4%, 略好于预期。主要是信用卡业务、结算清算业务中收增长较快, 分别同比增 16.7%、17.1%, 抵补了保险监管、资管新规影响下代理理财类手续费同比下滑 12.5% 的较大影响。

**存款表现亮眼, 资产端提信贷压同业。**6月末总资产达 27.3 万亿, 较年初增 3.1%。风险加权资产(RWA), 季度环比增 2.8% (1Q18 环比增 3.2%), 增长较快, 主要与其支持实体经济, 加快信贷投放, 压缩同业资产有关。6月末, 贷款总额 14.9 万亿, 较年初增 4.9%, 同业资产较年初降 13.1%。负债端, 6月末时点存款较年初高增 8.3%, 2 季度环比增 3.1%, 在行业存款竞争加剧之下, 存款表现亮眼; 存款平均余额较年初增 3.4%, 增长亦较快。

**资产质量持续改善, 拨备充足。**6月末, 不良率及关注贷款率分别为 1.54%、3.23%, 较年初下降 1BP、72BP。公司披露 2013 年以来, 新增融资不良率维持在 0.88% 的较低水平, 可见资产质量改善持续性较好。6月末, 拨备覆盖率 173.2%, 拨备充足。

### 投资建议: 稳健经营基本面优异, 看好国内银行业龙头

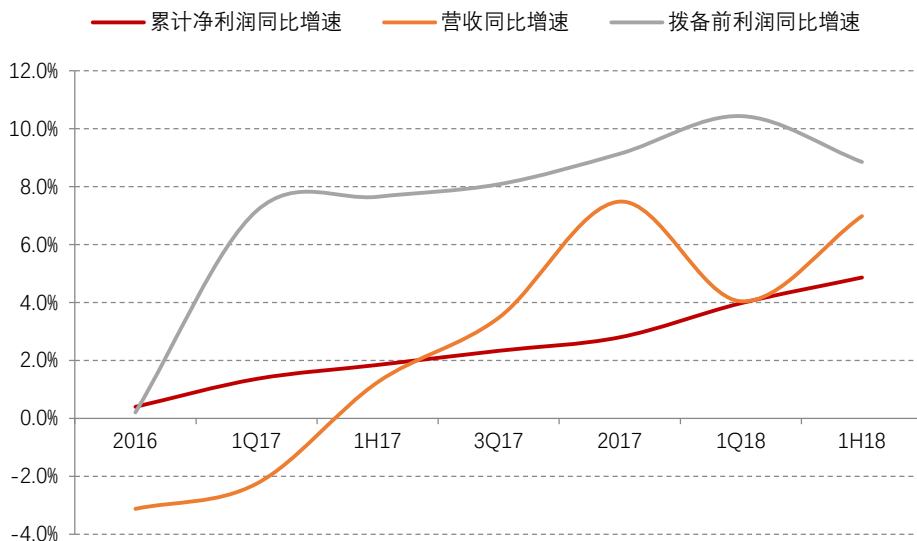
作为国内银行业的龙头, 工行治理规范且市场化程度较高。上半年低成本核心存款增长较快, 负债端优势突出, 我们看好公司基本面向好的可持续性, 维持公司 18/19 年分别 8.8%/8.9% 的净利润增速预测, 目标估值 1.2 倍 18 年 PB, 对应目标价 7.58 元/股, 较当前约 40% 上行空间, 给予买入评级,。

**风险提示:** 经济超预期下行导致资产质量大幅恶化; 负债成本抬升风险等。

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)	6.92	6.73	6.19	5.68	5.17
市净率(P/B)	1.02	0.94	0.85	0.74	0.65

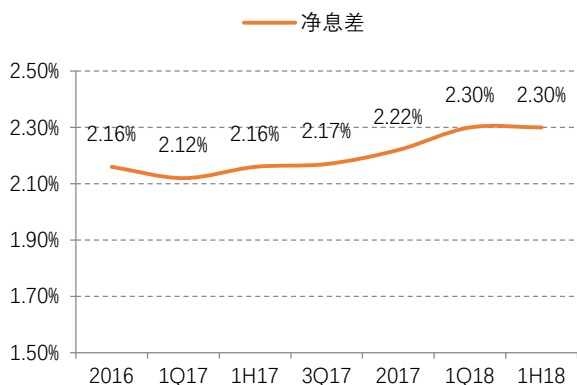
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 1：1H18 拨备前利润同比增 8.9%，收入端在持续向好



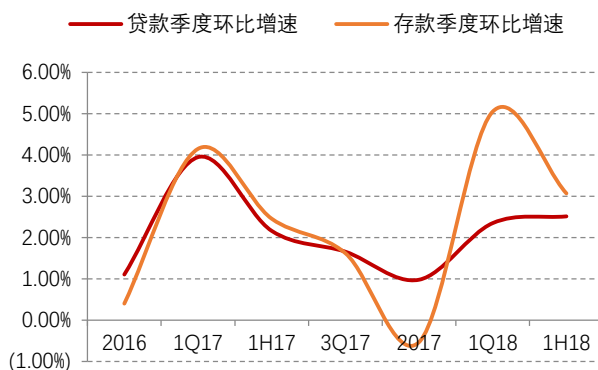
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 2：1H18 1H18 净息差 2.30%，同比提升 14BP



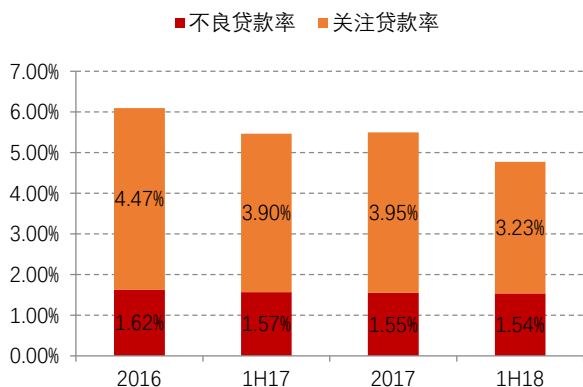
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 3：存款表现亮眼，较年初增 8.3%



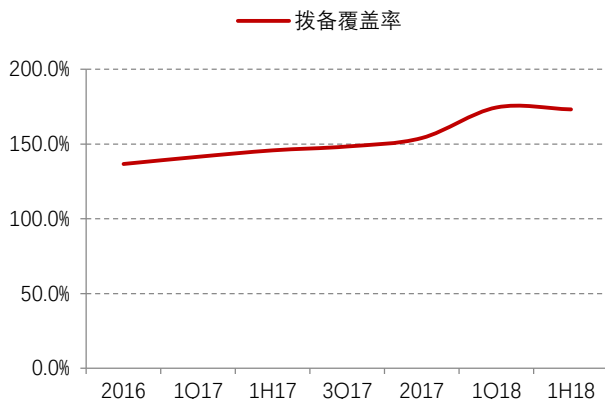
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 4：不良率和关注贷款率持续下行



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：6 月末拨备覆盖率 173.2%



资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 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%	16.1%	2.9%	-7.1%
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	12361	12715	11812	股东权益增速	10.0%	8.1%	10.0%	14.2%	13.7%
总资产	241373	260870	281734	304271	327480	<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	23549	26904	30589	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	6.32	7.25	8.28	正常	93.91%	94.50%	96.10%	96.15%	96.20%
每股总资产(元)	67.72	73.19	79.05	85.37	91.88	关注	4.47%	3.95%	3.90%	3.85%	3.80%
P/E	6.92	6.73	6.19	5.68	5.17	次级	0.84%	0.57%			
P/PPOP	3.98	3.56	3.14	2.86	2.60	可疑	0.63%	0.76%			
P/B	1.02	0.94	0.85	0.74	0.65	损失	0.15%	0.22%			
P/A	0.08	0.07	0.07	0.06	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%	91.64%	91.16%	90.66%
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%	1.19%						
ROAE	15.48%	14.58%	14.49%	14.00%	13.46%						
拨备前利润率	2.09%	2.16%	2.26%	2.30%	2.34%						

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

