



2018-08-31

公司点评报告

增持/维持

工商银行(601398)

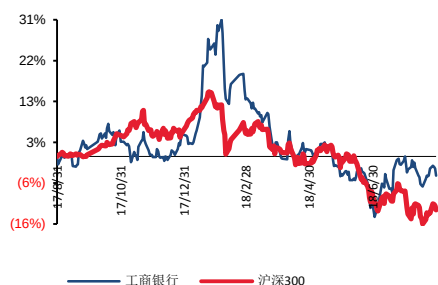
目标价: 5.90

昨收盘: 5.4

金融 银行

工商银行：大行工匠，求发展而不冒进

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	356,406/356,406
总市值/流通(百万元)	1,924,594/1,924,594
12 个月最高/最低(元)	7.75/5.08

相关研究报告：

工商银行(601398)《工商银行：资产质量企稳，二季度净息差环比改善》—2017/08/31

工商银行(601398)《工商银行：不良率环比下降，净利润稳定增长》—2017/05/01

工商银行(601398)《工商银行(601398)：调研纪要》—2016/04/05

证券分析师：孙立金

电话：010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190516090002

事件：8月30日晚，工商银行发布2018半年报，上半年实现营业收入3875亿，同比+7.0%（一季度为4.05%，去年同期为1.25%，去年全年为7.49%）；归母净利润1604亿，同比+4.9%（一季度为3.98%，去年同期为1.85%，去年全年为2.80%）。

■ 点评：

业绩持续改善，主要受益于生息资产规模增加和净利息收益率提升。营收、归母净利润同比增长率均较一季度明显改善，且好于去年同期的增速，业绩增长的核心拉动力量是利息净收入同比增长10.6%（今年上半年2776亿，较去年同期增加了267亿，是归母净利润增长额——74亿的3.58倍）。这267亿的增额中，规模因素占135亿（约50%），生息资产平均余额同比增长了9400亿，增幅为4%，其中贷款平均余额同比增长了7700亿，增幅为5.7%；净息差提升因素占132亿（约50%），净息差2.30%，同比上升14个基点，其中贷款平均收益率4.33%，同比上升20个基点。非利息收入1098亿，下降1.3%；其中手续费净收入793亿，同比小幅增长3%。

资产质量多项指标展望乐观，但需关注核销力度较大。不良率1.54%，较年初下降了1个BP（2017年较2016年下降了7个BP；连续6个季度下降；2013年以来的新增融资不良率保持在0.88%），拨备覆盖率173%，较年初增加了20个百分点。逾期贷款总额2696亿元（较年初下降了约160亿），占贷款总额的1.81%（其中3个月以内的有880亿，占贷款总额的0.59%）。关注类贷款迁徙率从2017年的23.2%下降至14.8%。值得注意的是资产减值损失计提了836亿（约为归母净利润的50%），同比+36%；上半年核销了518亿，去年全年核销722亿；核销力度的加大意味着仍需谨慎面对未来的挑战。

投资建议：给予“增持”评级，6个月目标价：5.90元/股。

风险提示：信用风险；监管政策依然较严，社融可能不及预期。

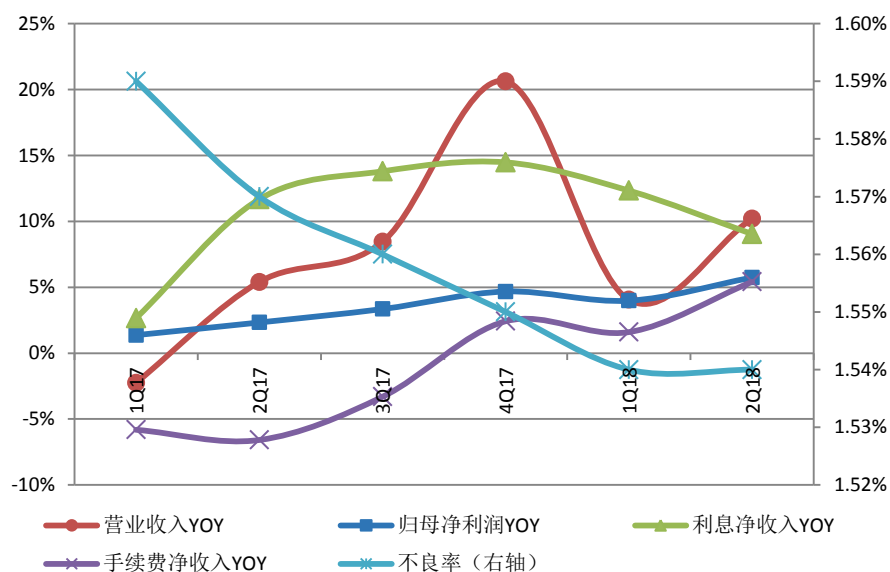
■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	726502	782235	833177	877907
(+/-%)	7.49	7.67	6.51	5.37
净利润(百万元)	286049	305000	323586	340823
(+/-%)	2.80	6.63	6.09	5.33
摊薄每股收益(元)	0.80	0.86	0.91	0.96
市盈率(PE)	7.80	6.31	5.95	5.65

资料来源：Wind，太平洋证券；注：摊薄每股收益按最新总股本计算

二季度业绩增速环比提升。从单季度数据看，二季度工行实现营业收入 1903 亿元，同比增长 10.2%，较一季度上升 6.2 个百分点；实现归母净利润 816 亿元，同比增长 5.7%，较一季度提升 1.8 个百分点；实现利息净收入 1406 亿元，同比增长 9%，较下降 3.3 个百分点；实现手续费净收入 376 亿元，同比增长 5.4%，较一季度上升 3.8 个百分点；不良率为 1.54%，与一季度末持平。

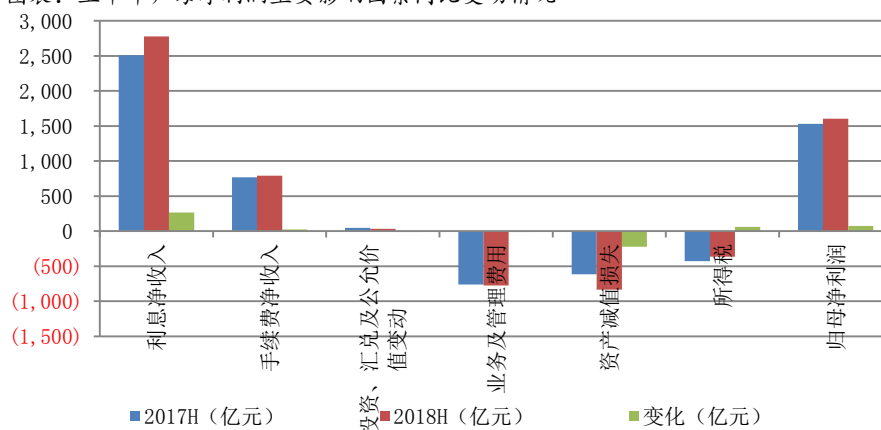
图表：工商银行单季度主要财务指标



资料来源：Wind，太平洋研究院

利息净收入拉动归母净利润增长。上半年归母净利润同比增加 74.5 亿元。拉动归母净利润增长的主要因素有：利息净收入同比增加 266.9 亿元；手续费净收入同比增加 25.9 亿元；所得税同比减少 62.5 亿元。拖累归母净利润增长的因素有：投资、汇兑及公允价值净收益同比减少 12.4 亿元；业务及管理费用同比增加 12.9 亿元；资产减值损失同比增加 221.2 亿元。

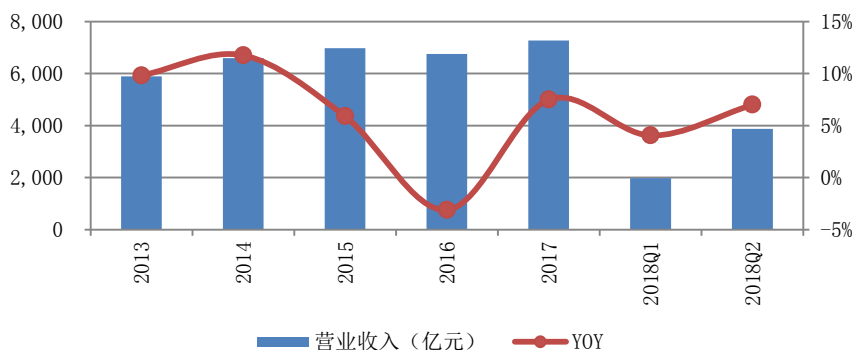
图表：上半年归母净利润主要影响因素同比变动情况



资料来源：Wind，太平洋研究院

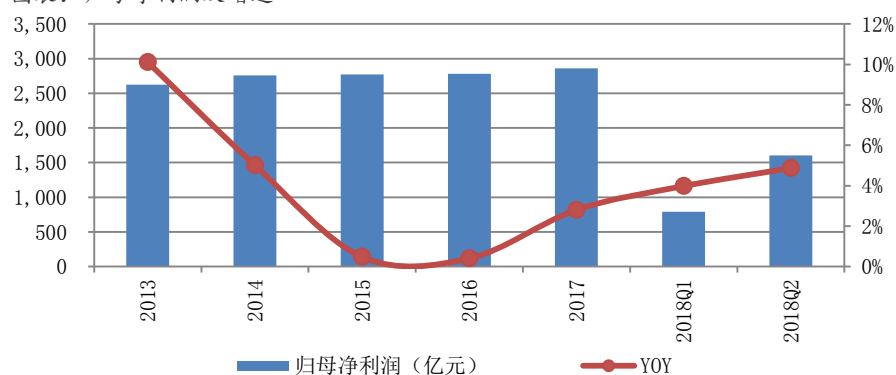
营业收入与归母净利润增速均有所提升。工商银行上年实现营业收入 3875 亿元，同比增长 6.99%（一季度同比增长 4.05%）；实现归母净利润 1604 亿元，同比增长 4.87%（一季度同比增长 3.98%）。

图表：营业收入及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院

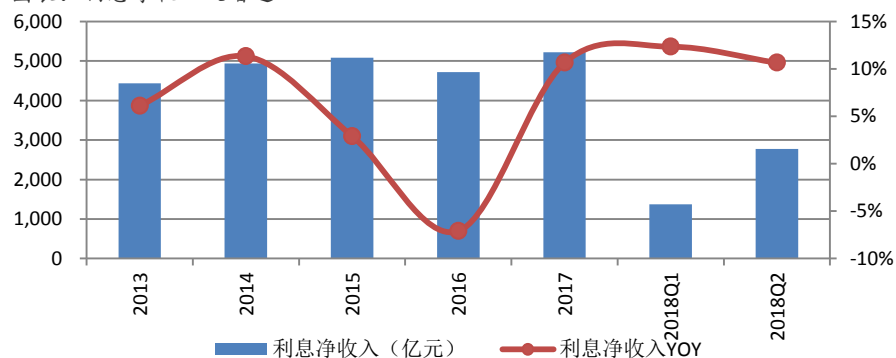
图表：归母净利润及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院

利息净收入增速略有下滑。上半年，工商银行实现利息净收入 2776 亿元，同比增长 10.64%（一季度同比增长 12.33%）。

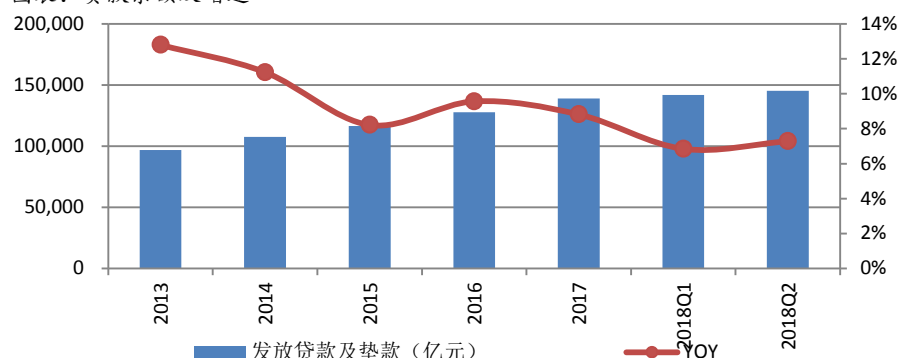
图表：利息净收入及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院

贷款余额增速较一季度上升。上半年末，工商银行贷款余额为 14.5 万亿元，同比增长 7.28%；一季度末，贷款余额为 14.2 万亿元，同比增长 6.84%。

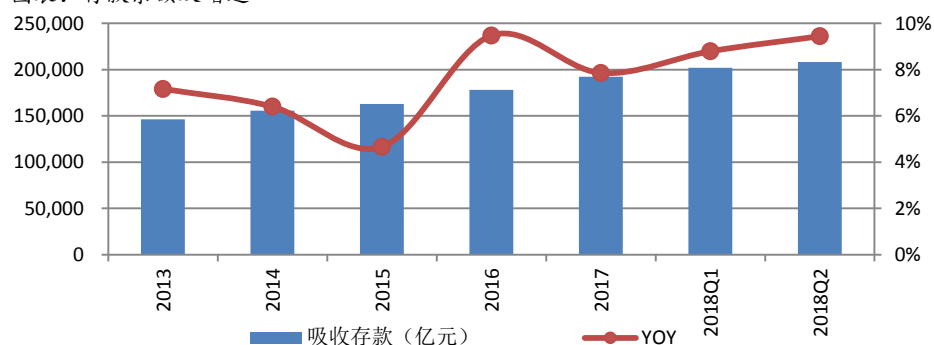
图表：贷款余额及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院

存款余额增速持续提升。上半年末，工商银行存款余额为 20.8 万亿元，同比增长 9.45%；一季度末，存款余额为 20.2 万亿元，同比增长 8.80%。

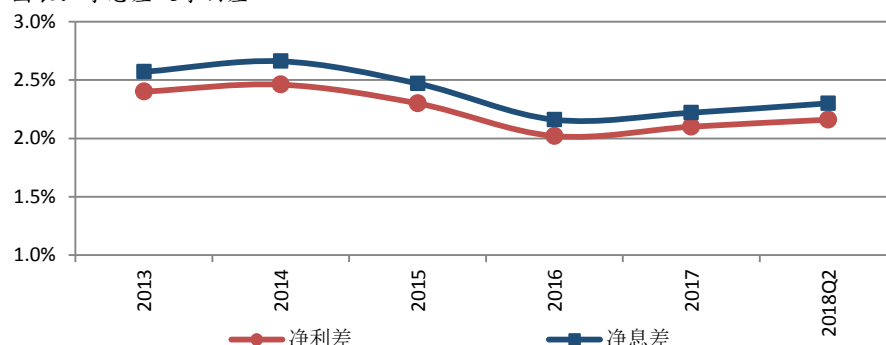
图表：存款余额及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院

净息差较年初有所改善。上半年末，工商银行净利差为 2.16%；净息差为 2.30%；2017 年末，净利差为 2.10%；净息差为 2.22%。

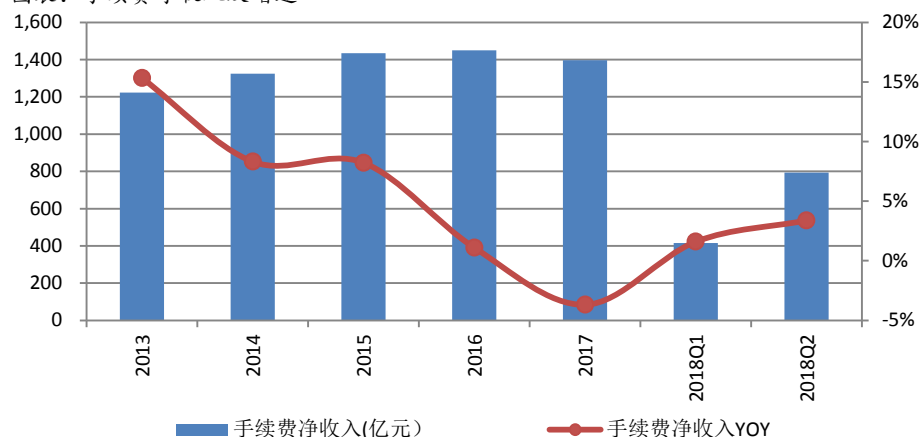
图表：净息差及净利差



资料来源：Wind，太平洋研究院

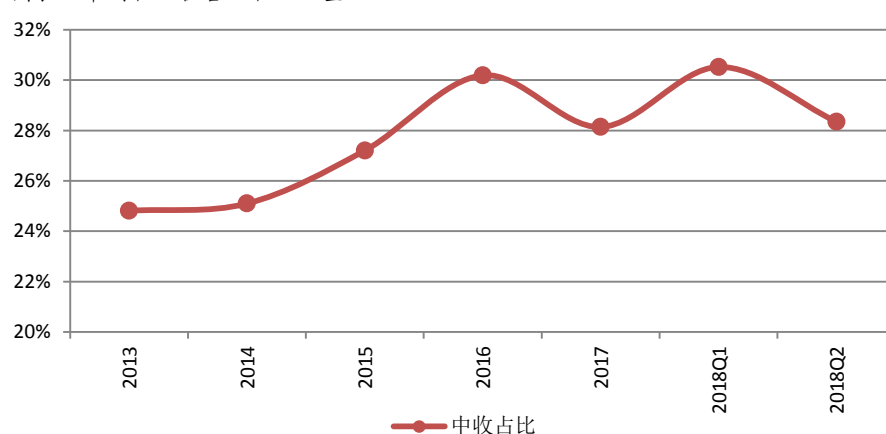
手续费净收入增速较一季度提升 1.8 个百分点，中收占比略有下降。上半年，工商银行实现手续费净收入 793 亿元，同比增长 3.4%（一季度同比增长 1.6%）。上半年，中间业务收入占营业收入比重为 28.35%（一季度占比为 30.52%），占比下降 2.17 个百分点。

图表：手续费净收入及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院

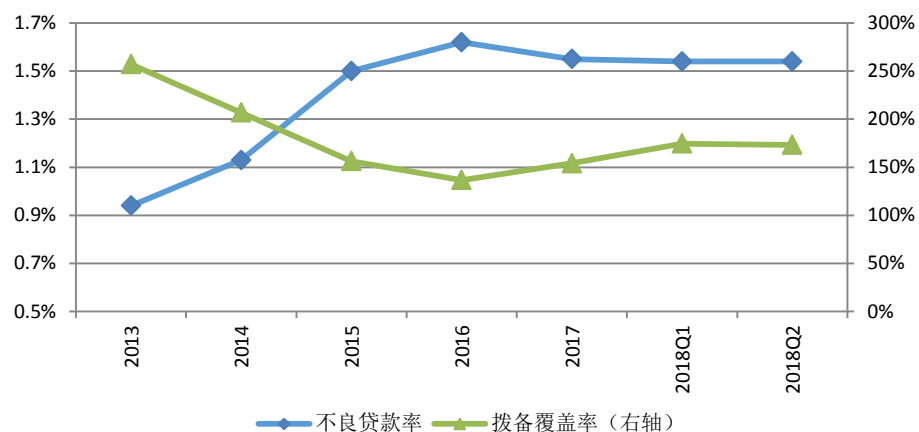
图表：中间收入占营业收入比重



资料来源：Wind，太平洋研究院

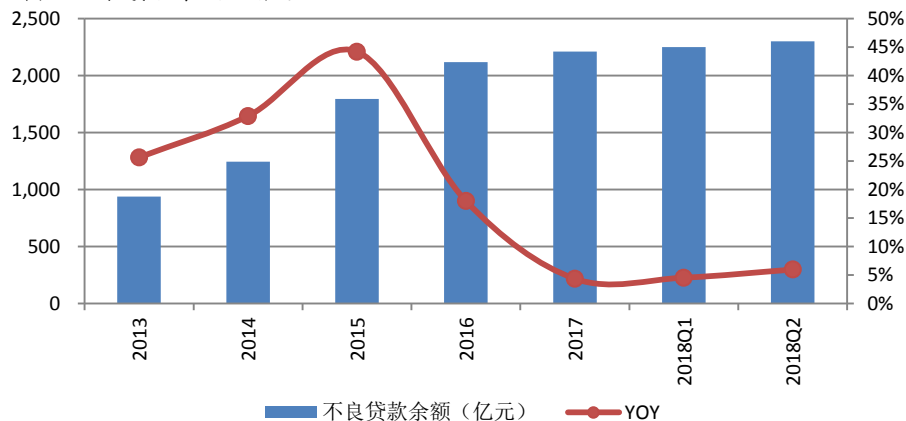
不良率保持稳定，拨备覆盖率略有下降，不良贷款增速上升 1.42 个百分点。上半年末，工行不良率为 1.54%，与一季度持平；拨备覆盖率为 173.21%；不良余额为 2300 亿元，同比增长 5.94%；一季度末，不良率为 1.54%；拨备覆盖率为 174.51%；不良余额为 2250 亿元，同比增长 4.52%。逾期 90 天以上贷款同比减少，不良偏离度下降。上半年末，银行逾期贷款为 2696 亿；逾期 90 天以上贷款为 1816 亿，同比下降 7.5%；不良偏离为 79%；2017 年末，银行逾期贷款为 2861 亿；逾期 90 天以上贷款为 1789 亿，同比下降 8.3%；不良偏离度为 81%。

图表：不良率及拨备覆盖率



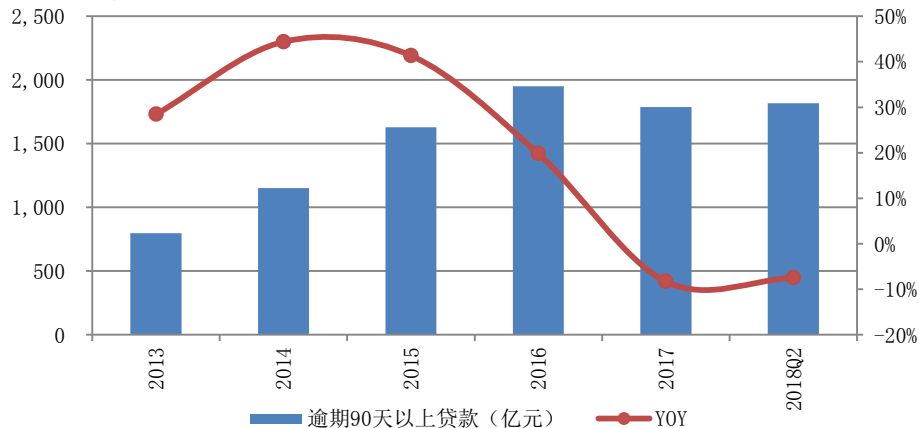
资料来源：Wind，太平洋研究院

图表：不良贷款余额及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院

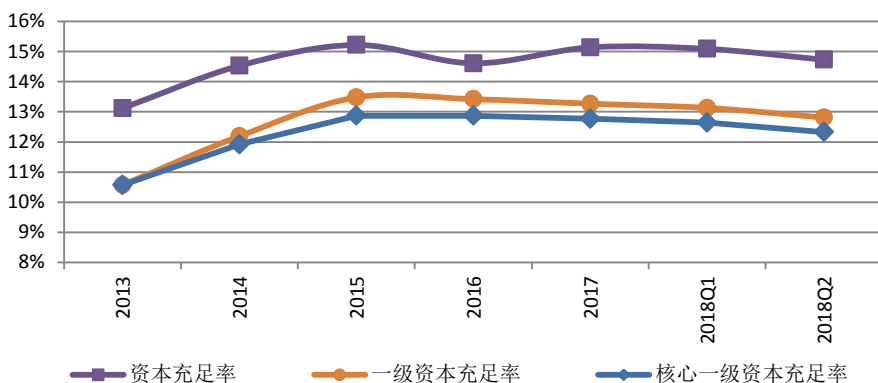
图表：逾期90天以上贷款及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院

资本充足率有所下降。上半年末，工商银行资本充足率为 14.73%；一级资本充足率为 12.81%；核心一级资本充足率为 12.33%；较一季度末分别下降 0.36 个、0.32 个、0.31 个百分点。一季度末，资本充足率为 15.09%；一级资本充足率为 13.13%；核心一级资本充足率为 12.64%。

图表：资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率



资料来源：Wind，太平洋研究院

投资建议：基于行业整体情况以及金融监管环境，工行规模驱动因素展望乐观，净利息收入拉动业绩增长；资产质量风险可控，预计今年业绩稳中有升，2018-2020 年 EPS 分别为：0.86、0.91、0.96 元/股，同比+6.63%、+6.09%、5.33%，当前股价对应 6.31 倍 PE、0.80 倍 PB。给予“增持”评级，6 个月目标价：5.90 元/股。

风险提示：信用风险；监管政策依然较严，社融可能不及预期。

财务预测表：

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金及存放央行	3,350,788	3,613,872	3,957,190	4,313,337	4,701,537	营业收入	675,891	726,502	782,235	833,177	877,907
同业资产	1,553,100	1,834,242	1,639,820	1,725,770	1,849,206	利息净收入	471,846	522,078	581,886	619,119	657,637
发放贷款及垫款	12,767,334	#####	#####	#####	#####	手续费净收入	144,973	139,625	143,814	148,128	152,572
投资	5,481,174	5,664,974	6,246,743	5,858,853	5,894,677	投资收益(含公允)	14,188	11,087	2,769	2,868	2,894
其它金融资产	344,620	307,632	331,149	348,505	373,432	汇兑及汇率净收益	3,204	-379	-4,169	-448	-1,665
其他资产	640,249	773,357	832,476	876,109	938,773	其它净收益	41,680	54,091	57,935	63,510	66,469
资产总计	24,137,265	#####	#####	#####	#####	营业支出	315,576	364,660	396,993	424,097	446,711
同业负债	2,606,105	2,752,887	2,351,171	1,393,468	902,014	税金及附加	17,319	7,465	8,038	8,561	9,021
向央行借款	545	456	428	428	428	管理费用	175,156	177,723	181,478	195,797	210,698
吸收存款	17,825,302	#####	#####	#####	#####	资产减值损失	87,894	127,769	155,320	162,562	167,152
应付债券	357,937	526,940	695,943	864,946	1,033,949	税前利润	363,279	364,641	388,205	412,033	434,082
其他负债	1,366,213	1,439,355	1,549,774	1,650,701	1,739,320	拨备前利润	451,173	492,410	543,525	574,595	601,234
负债合计	22,156,102	#####	#####	#####	#####	所得税	84,173	77,190	82,178	87,222	91,890
股本	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407	净利润	279,106	287,451	306,027	324,810	342,192
其他权益工具	86,051	86,051	86,051	86,051	86,051	少数股东损益	857	1,402	1,027	1,224	1,369
资本公积金	151,998	151,952	151,952	151,952	151,952	归属母公司净利润	278,249	286,049	305,000	323,586	340,823
其他综合收益	-21,738	-62,058	-29,484	-37,760	-43,101	预测指标					
盈余公积金	205,021	232,703	262,219	293,534	326,516		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
未分配利润	940,663	1,097,544	1,311,035	1,537,537	1,776,104	存款增长率	9.48%	7.86%	9.50%	9.00%	9.00%
一般风险准备	251,349	264,892	279,332	294,652	310,789	贷款增长率	9.56%	8.82%	8.50%	9.00%	9.00%
少数股东权益	11,412	13,565	13,565	13,565	13,565	营业收入增长率	-3.12%	7.49%	7.67%	6.51%	5.37%
归属于母公司所有者权益	1,969,751	2,127,491	2,417,513	2,682,373	2,964,718	成本收入比	25.91%	24.46%	23.20%	23.50%	24.00%
所有者权益合计	1,981,163	2,141,056	2,431,078	2,695,938	2,978,283	净利润增长率	0.40%	2.80%	6.63%	6.09%	5.33%
负债及股东权益总计	24,137,265	#####	#####	#####	#####	ROE	14.76%	13.95%	13.39%	12.67%	12.06%
资产质量数据(百万)						ROA	1.20%	1.14%	1.13%	1.13%	1.12%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	BVPS	5.53	5.97	6.78	7.53	8.32
贷款总额	13,056,846	#####	#####	#####	#####	EPS	0.78	0.80	0.86	0.91	0.96
不良贷款余额	211,801	220,988	238,382	260,121	283,587	PE(X)	5.65	7.80	6.31	5.95	5.65
不良率	1.62%	1.55%	1.54%	1.54%	1.54%	PB(X)	0.84	1.10	0.80	0.72	0.65
拨备覆盖率	137%	154%	170%	177%	178%	P/PP0P	4.27	3.91	3.54	3.35	3.20
						股息收益率	5.31%	3.88%	4.75%	5.04%	5.31%

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。