证券研究报告—动态报告/公司快评

金融

银行

工商银行（601398） 买入

重大事件快评 （维持评级）

2018 年 09 月 07 日

发行优先股增强资本实力

证券分析师： 王剑 021-60875165 wangjian@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002
联系人： 陈俊良 010-88005302 chenjunliang@guosen.com.cn

事项：

工商银行 8 月 31 日公告：拟发行不超过 10 亿股境内优先股，募集资金不超过 1000 亿元人民币，扣除发行费用后将全部用于补充其他一级资本。

评论：

■ **发行优先股将进一步增强工行资本实力**

2018 年 6 月末工行一级资本充足率达到 12.81%，远高于 10%的监管最低要求。假设此次优先股发行募集资金达到 1000 亿元，静态测算将使得工行一级资本充足率上升 0.59 个百分点至 13.40%，进一步增强公司资本实力和风险抵抗能力，也彰显出公司作为系统重要性大行的稳健经营风格。

■ **发行优先股对普通股股东负面影响甚微，甚至可能有积极影响**

如果我们假设 1000 亿元优先股于 2019 年募集完成，股息率定为 5.5%，则在其他经营情况不发生变动的静态假设下，我们测算工行 2019 年、2020 年归属于母公司普通股股东的 ROE 将较原预测值下降 0.2 和 0.1 个百分点至 13.3%、13.3%，影响甚微，对此有部分投资者可能担忧过度。

目前工行的核心一级资本充足率达到 12.33%，远高于监管最低要求的 9%。在发行优先股补充其他一级资本后，如果工行能够通过提升核心一级资本的使用效率，则杠杆效应有可能对归属于工行普通股股东的 ROE 产生积极影响。

■ **工行基本面稳中向好，负债优势依然显著**

1）净息差同比回升：2018 年上半年净息差 2.17%，比去年同期高出 7bps（其中二季度 2.18%，比一季度略高 1bp）。考虑到上半年免税收入增长较快，实际净息差回升幅度还要更高；

2）上半年加大不良确认和处置力度，后续压力有望减轻：二季度不良率较年初基本持平，关注率较年初大幅下降 62bps 至 3.23%，逾期率亦较年初大幅下降 20bps 至 1.81%，不良/逾期 90 天以上贷款较年初上升 3 个百分点至 127%。上半年加大存量不良确认和处置力度，贷款减值损失同比增加 27%，信贷承诺减值损失由去年同期的 0.4 亿元增加至 68.1 亿元，后续不良生成压力大为减轻；

3）工行今年上半年存款成本环比去年下半年仅上升 2bps，且日均存款增长主要来个人活期存款和境外存款，负债优势依然显著。

■ **维持“买入”评级**

我们认为工行长期来看负债端成本优势明显，短期来看基本面向好发展，相较目前 0.85 倍的 2018 年动态 PB，明显被低估，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

价值评估（倍）	2017A	2018E	2019E	2020E
P/E	6.8	6.4	6.0	5.5
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7
P/PPoP	3.9	3.6	3.3	3.1
市值/总资产(A 股)	7.2%	6.6%	6.1%	5.7%
股息收益率(税后)	4.5%	4.7%	5.1%	5.6%

每股指标（元）	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS	0.79	0.83	0.89	0.98
BVPS	5.73	6.32	6.96	7.67
PPoPPS	1.37	1.48	1.61	1.75
DPS	0.24	0.25	0.27	0.30

盈利驱动	2017A	2018E	2019E	2020E
存款增长	7.9%	10.0%	10.0%	10.0%
贷款增长	9.0%	8.0%	8.0%	8.0%
存贷比	74%	73%	71%	70%
盈利资产增长	8.4%	8.8%	7.4%	8.2%
贷款收益率	4.16%	4.27%	4.28%	4.29%
债券收益率	3.29%	3.48%	3.53%	3.58%
资产生息率	3.55%	3.70%	3.74%	3.76%
存款成本率	1.39%	1.44%	1.44%	1.44%
负债付息率	3.06%	3.29%	3.33%	3.39%
净息差(NIM)	2.15%	2.20%	2.25%	2.30%
净利差(SPREAD)	2.01%	2.04%	2.10%	2.14%
非利息收入比重	28%	27%	25%	24%
费用收入比(含税金及附加)	32.6%	33.0%	32.9%	32.6%
拨备支出/平均贷款	0.96%	1.00%	1.06%	1.05%
有效所得税率	21%	21%	21%	21%

收入盈利增长	2017A	2018E	2019E	2020E
净利息收入增长	10.6%	10.2%	10.8%	10.0%
手续费收入增长	-3.7%	4.1%	4.3%	4.4%
营业净收入增长	7.5%	8.1%	8.7%	8.2%
拨备前利润增长	9.2%	7.5%	8.9%	8.7%
净利润增长	3.0%	5.4%	7.1%	9.3%

资产盈利能力	2017A	2018E	2019E	2020E
RoAE	14.0%	13.7%	13.1%	13.1%
RoAA	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
RoAA(拨备前)	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%
RoRWA	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%

资产质量	2017A	2018E	2019E	2020E
不良资产率	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
拨备覆盖率	154%	175%	195%	214%
拨备余额/全部贷款	2.4%	2.6%	2.9%	3.2%

资本	2017A	2018E	2019E	2020E
资本充足率	15%	15%	16%	16%
一级资本充足率	13%	13%	14%	14%
财务杠杆(倍)	12.2	12.1	11.8	11.6
风险加权资产比重	61%	62%	62%	62%
核心一级资本充足率	12.8%	12.9%	13.2%	13.5%

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
净利息收入	522,078	575,543	637,921	701,449
利息收入	861,594	970,102	1,060,117	1,149,190
利息支出	339,516	394,559	422,196	447,741
资产准备支出	127,769	144,582	164,175	175,839
拨备后净利息收入	394,309	430,962	473,746	525,610
手续费净收入	139,625	145,331	151,558	158,289
其他经营净收益	64.799	64.799	64.799	64.799
营业净收入	726,502	785,674	854,278	924,537
营业费用	236,891	259,564	281,370	301,569
营业外净收入	2,799	2,799	2,799	2,799
拨备前利润	489,611	526,110	572,908	622,969
总利润	364,641	384,327	411,532	449,929
所得税	77,190	81,357	87,116	95,244
少数股东利润	1,402	1,402	1,402	1,402
净利润	287,451	302,970	324,416	354,685

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
现金及存放同业	1,650,818	1,945,559	2,495,513	2,997,783
央行准备金	3,613,872	3,619,919	3,981,911	4,380,102
拆放金融企业	183,424	216,173	277,279	333,087
贷款	13,892,966	14,969,297	16,115,707	17,355,118
贷款拨备	-340,482	-402,827	-486,186	-574,927
债券投资	5,756,704	6,552,931	6,450,629	6,663,138
固定资产	245,687	246,730	247,253	247,516
递延税款净额	28,398	28,398	28,398	28,398
其他资产	715,174	801,087	880,072	974,732
盈利资产	25,097,784	27,303,879	29,321,040	31,729,229
总资产	26,087,043	28,380,094	30,476,763	32,979,874
金融企业存放	2,753,343	2,749,870	2,326,940	2,047,829
存款	19.226.349	21.148.984	23.263.882	25.590.271
应付款项	1,179,081	1,281,515	1,373,522	1,484,368
发行债券	787,214	845,959	930,555	1,023,611
付息负债	22,766,906	24,744,813	26,521,378	28,661,710
总负债	23,945,987	26,026,328	27,894,900	30,146,078
实收资本	356,407	356,407	356,407	356,407
公积金	151.952	151.952	151.952	151.952
一般准备	264,892	279,170	294,463	311,189
未分配利润	1,097,544	1,265,390	1,446,936	1,647,953
少数股东权益	13,565	14,967	14,967	14,967
所有者权益	2,141,056	2,353,766	2,581,863	2,833,795

贷款结构	2017A	2018E	2019E	2020E
企业贷款	63%			
票据贴现	2%			
个人贷款	35%			

存款结构	2017A	2018E	2019E	2020E
企业活期	32%			
企业定期	23%			
储蓄活期	20%			
储蓄定期	24%			
其他存款	2%			

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《工商银行-601398-2018 年中报点评：负债优势突出，后续不良生成压力有望减轻》 ——2018-08-31
《工商银行-601398-资产端经营审慎，负债端优势突出》 ——2018-05-31
《工商银行-601398-2011 年报点评：业绩稳步增长，不良小幅上升》 ——2012-04-05
《工商银行-601398-规模增速放缓，充足率明显上升》 ——2011-10-28
《工商银行-601398-战略稳步推进，经营持续全面改善》 ——2011-08-26

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032