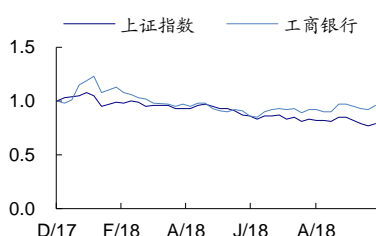


证券研究报告—动态报告
金融
银行
工商银行(601398)
买入
2018年三季度点评

(维持评级)

2018年10月31日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	356,406/269,612
总市值/流通(百万元)	2,006,567/1,517,917
上证综指/深圳成指	2,568/7,375
12个月最高/最低(元)	7.44/4.84

相关研究报告:

《工商银行-601398-重大事件快评: 发行优先股增强资本实力》——2018-09-07

《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

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165

E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

联系人: 陈俊良

电话: 021-60933163

E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

继续加大不良确认和处置力度

● 工商银行披露 2018 年三季度报

工商银行 2018 年前三季度实现归母净利润 2396 亿元, 同比增长 5.1%; 前三季度 ROAE 14.6%, 同比下降 0.4 个百分点。

● ROA 同比下降, 依然主要受减值损失计提增加影响

ROAE 的同比下降主要受 ROA 下降影响, 前三季度 1.31%, 比去年同期下降 0.03 个百分点。从杜邦分析来看, 与中报类似, 拖累 ROA 的仍然主要是资产减值损失计提, 净息差同比回升, 所得税率下降依然对 ROA 形成正贡献。资产减值损失计提增加与加大不良确认力度有关。

● 资产质量改善, 三季度继续加大不良确认和处置力度

三季度末不良贷款率 1.53%, 环比下降 1bp; 关注率 3.08%, 环比下降 15bps; 逾期率 1.77%, 环比下降 4bps。逾期率在上半年一度上升, 但三季度又有所回落。工行不良贷款认定更加审慎, 三季度末不良-逾期剪刀差(指逾期贷款减不良贷款)从年初的 651 亿元缩减至三季度末的 368 亿元。

前三季度资产减值损失同比增加 30.5% (贷款减值损失同比增加 27%), 其中三季度单季同比增加 18.4%, 增速有所回落但仍然远快于 PPOP 单季 7.2% 的增速。资产减值损失计提大幅增加而拨备覆盖率反而环比下降了 1 个百分点, 可能是公司加大了不良贷款的认定和处置力度。这一点在中报中已有反映, 三季度没有太大变化。

● 净息差平稳, 存款表现亮眼

工行三季度日均净息差 2.30%, 连续三个季度持平。

三季度末存款同比增长 10.2%, 增速亮眼。工商银行今年以来的存款增长一直很好, 前三季度累计新增 2.08 万亿元, 同比多增近 40%。其中三季度单季新增 4900 亿元, 比去年同期多增 60%, 表现非常优异, 存款优势显著。

● 投资建议

工行基本面稳中向好, 维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济形势持续走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

盈利预测和财务指标

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	675,891	726,502	784,691	852,258	922,472
(+/-%)	-3.1%	7.5%	8.0%	8.6%	8.2%
净利润(百万元)	279,106	287,451	302,385	323,213	353,455
(+/-%)	0.5%	3.0%	5.2%	6.9%	9.4%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.79	0.83	0.89	0.98
总资产收益率(ROA)	1.20%	1.14%	1.11%	1.10%	1.12%
净资产收益率(ROE)	14.7%	14.0%	13.6%	13.4%	13.3%
市盈率(PE)	7.3	7.1	6.8	6.3	5.8
P/PPoP	4.5	4.1	3.8	3.5	3.2
市净率(PB)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

价值评估 (倍)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
P/E	7.1	6.8	6.3	5.8	净利息收入	522,078	574,560	635,901	699,384
P/B	1.0	0.9	0.8	0.8	利息收入	861,594	969,119	1,058,096	1,147,125
P/PPoP	4.1	3.8	3.5	3.2	利息支出	339,516	394,559	422,196	447,741
市值/总资产(A股)	7.4%	6.8%	6.3%	5.8%	资产准备支出	127,769	144,582	164,175	175,839
股息收益率(税后)	4.3%	4.5%	4.8%	5.3%	拨备后净利息收入	394,309	429,979	471,726	523,545
					手续费净收入	139,625	145,331	151,558	158,289
每股指标 (元)					其他经营净收益				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
EPS	0.79	0.83	0.89	0.98	营业净收入	726,502	784,691	852,258	922,472
BVPS	5.73	6.16	6.80	7.51	营业费用	236,891	259,323	280,876	301,063
PPoPPS	1.37	1.47	1.60	1.74	营业外净收入	2,799	2,799	2,799	2,799
DPS	0.24	0.25	0.27	0.30	拨备前利润	489,611	525,367	571,382	621,409
盈利驱动					总利润				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
存款增长	7.9%	10.0%	10.0%	10.0%	所得税	77,190	81,200	86,793	94,914
贷款增长	9.0%	8.0%	8.0%	8.0%	少数股东利润	1,402	1,402	1,402	1,402
存贷比	74%	73%	71%	70%	净利润	287,451	302,385	323,213	353,455
盈利资产增长	8.4%	8.6%	7.4%	8.2%	资产负债表 (百万元)				
贷款收益率	4.16%	4.27%	4.28%	4.29%		2017A	2018E	2019E	2020E
债券收益率	3.29%	3.48%	3.53%	3.58%	现金及存放同业	1,650,818	1,908,957	2,457,255	2,958,440
资产生息率	3.55%	3.70%	3.74%	3.76%	央行准备金	3,613,872	3,619,919	3,981,911	4,380,102
存款成本率	1.39%	1.44%	1.44%	1.44%	拆放金融企业	183,424	212,106	273,028	328,716
负债付息率	3.06%	3.29%	3.33%	3.39%	贷款	13,892,966	14,969,297	16,115,707	17,355,118
净息差(NIM)	2.15%	2.20%	2.25%	2.30%	贷款拨备	-340,482	-402,827	-486,186	-574,927
净利差(SPREAD)	2.01%	2.04%	2.10%	2.14%	债券投资	5,756,704	6,540,088	6,438,639	6,651,518
非利息收入比重	28%	27%	25%	24%	固定资产	245,687	246,730	247,253	247,516
费用收入比(含税金及附加)	32.6%	33.0%	33.0%	32.6%	递延税款净额	28,398	28,398	28,398	28,398
拨备支出/平均贷款	0.96%	1.00%	1.06%	1.05%	其他资产	715,174	798,978	877,924	972,550
有效所得税率	21%	21%	21%	21%	盈利资产	25,097,784	27,250,368	29,266,540	31,673,893
					总资产	26,087,043	28,324,474	30,420,116	32,922,357
					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	279,142	294,378	311,046
					未分配利润	1,097,544	1,209,854	1,390,546	1,590,871
					少数股东权益	13,565	14,967	14,967	14,967
					所有者权益	2,141,056	2,298,146	2,525,216	2,776,279
收入盈利增长					贷款结构				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
净利息收入增长	10.6%	10.1%	10.7%	10.0%	企业贷款	63%			
手续费收入增长	-3.7%	4.1%	4.3%	4.4%	票据贴现	2%			
营业净收入增长	7.5%	8.0%	8.6%	8.2%	个人贷款	35%			
拨备前利润增长	9.2%	7.3%	8.8%	8.8%					
净利润增长	3.0%	5.2%	6.9%	9.4%	存款结构				
						2017A	2018E	2019E	2020E
资产盈利能力					企业活期	32%			
	2017A	2018E	2019E	2020E	企业定期	23%			
RoAE	14.0%	13.6%	13.4%	13.3%	储蓄活期	20%			
RoAA	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	储蓄定期	24%			
RoAA(拨备前)	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	其他存款	2%			
RoRWA	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%					
资产质量									
	2017A	2018E	2019E	2020E	资本				
不良资产率	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%		2017A	2018E	2019E	2020E
拨备覆盖率	154%	175%	195%	214%	资本充足率	15%	15%	15%	15%
拨备余额/全部贷款	2.4%	2.6%	2.9%	3.2%	一级资本充足率	13%	13%	13%	14%
					财务杠杆(倍)	12.2	12.3	12.0	11.9
					风险加权资产比重	61%	62%	62%	62%
					核心一级资本充足率	12.8%	12.7%	13.0%	13.3%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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