



601398.SH

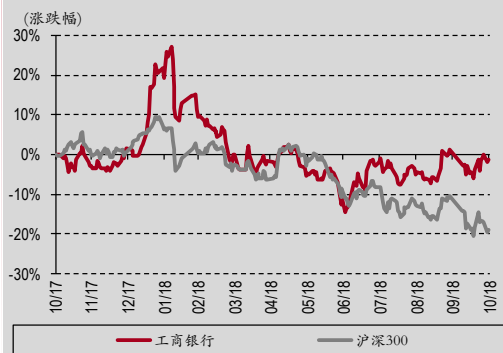
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 5.63

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(5.2)	(2.4)	1.4	(5.9)
相对深证成指	17.7	7.1	11.2	16.5

发行股数(百万)	356,406
流通股(%)	100
流通股市值(人民币百万)	2,006,567
3个月日均交易额(人民币百万)	868
资本充足率(%) (2018Q3)	14.81
主要股东(%)	
中央汇金投资有限责任公司	34.71

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年10月30日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

励雅敏

yamin.li@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

zheqi.yuan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

工商银行

负债端优势明显, 手续费增速持续回升

工商银行盈利保持稳定增长, 净利润和营收同比增速均稳中有升。前三季度手续费收入同比增速进一步提升, 净利息收入和净息差总体稳定。资产端3季度末信贷规模增速小幅提升, 负债端存款保持较快增长。工行资产质量总体稳定, 不良率稳中有降, 不良生成环比改善。我们维持买入评级。

支撑评级的要点

- **手续费收入增速提升, 净息差环比持平。**工商银行前三季度净利润同比增 5.10%, 增速较上半年提升 20BP。营收前三季度同比增 7.71%, 增速较上半年提升 0.7 个百分点。营收增速的提升主要源于手续费收入的持续改善向好, 前三季度同增 5.66%, 增速较上半年进一步提升 2.28 个百分点; 利息净收入前三季度同比增 10.28%, 增速较上半年小幅下降 0.3 个百分点。工商银行前三季度净息差 2.30%, 较二季度环比持平。根据我们测算公司 3 季度期初期末口径净息差环比提升 2BP, 其中资产端收益率提升幅度 (+10bp, QoQ) 大于负债端成本的提升 (+7bp, QoQ)。
- **规模维持较快增长, 负债端优势突出。**截止 3 季度末, 工商银行总资产同比增 9.44%, 环比增 3.3%, 其中信贷投放在延续前两季度的稳定态势 (前两季度贷款同比增速均为 7%) 上略有提速, 3 季度环比增 2.23%, 同比增 8%, 同比增速较半年末小幅提升 1 个百分点; 负债端, 工行继续保持在存款吸纳方面的竞争优势, 存款保持较快增长, 截止 3 季度末环比增 2.35%, 同比增 10.23%, 同比增速较半年末提升 0.8 个百分点, 在总负债中的占比 82.2%。
- **资产质量整体稳定, 不良生成环比改善。**工商银行 3 季末不良率 1.53%, 环比下降 1bp, 我们测算公司 3 季度加回核销的年化不良生成率约为 0.84%, 环比下降 24BP, 且公司不良认定较为严格, 截止 2 季度末逾期 90 天/不良的比例为 79%, 资产质量整体稳中向好。3 季末工行拨备覆盖率 172.45%, 环比下降 0.76 个百分点, 总体保持稳定。

评级面临的主要风险:

- 资产质量恶化超预期、金融监管超预期。

估值

- 我们预计工商银行 2018/19 净利润同比增速为 6.5%/5.6%, 目前股价对应 2018/19 年市盈率为 6.58 倍/6.23 倍, 市净率为 0.89 倍/0.81 倍, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日(人民币百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入-扣除其他成本	640,684	674,799	731,515	778,566	827,235
变动(%)	1.4	5.3	8.4	6.4	6.3
净利润	278,249	286,049	304,768	321,874	339,046
变动(%)	0.9	2.8	6.5	5.6	5.3
净资产收益率(%)	15.9	14.6	14.2	13.6	13.0
每股收益	0.78	0.80	0.86	0.90	0.95
市盈率(倍)	7.21	7.01	6.58	6.23	5.92
市净率(倍)	1.07	0.98	0.89	0.81	0.74

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 2018 年三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2017Q3	2018Q3	同比 (%)
利息收入	636,632	700,050	9.96
利息支出	(252,481)	(276,420)	9.48
净利息收入	384,151	423,630	10.28
手续费及佣金收入	120,973	125,930	4.10
手续费及佣金支出	(13,330)	(12,191)	(8.54)
净手续费及佣金收入	107,643	113,739	5.66
主营业务净收入	491,794	537,369	9.27
其他营业净收入	14,064	1,452	(89.68)
营业收入	535,773	577,055	6.52
业务及营业费用	(119,831)	(121,597)	1.47
营业税金及附加	(5,622)	(5,936)	5.59
营业利润	380,405	411,288	8.12
营业外收支净额	1,970	2,168	10.05
拨备前利润	382,375	413,456	8.13
资产减值准备	(89,616)	(116,933)	30.48
其他资产减值准备			
税前净利润	292,759	296,523	1.29
所得税	(63,673)	(56,403)	(11.42)
税后利润	229,086	240,120	4.82
少数股东权益	1,087	493	(54.65)
股东实际税后利润	227,999	239,627	5.10

资料来源：公司财报、中银证券

事项：

工商银行公布 2018 年三季度报，2018 年前三季度净利润同比+5.10%。总资产 28.20 万亿元 (+9.44%，YoY/+3.28%，QoQ)。其中贷款+7.93%YoY/+2.23%QoQ；存款+10.23%YoY/+2.35%QoQ。营业收入同比+7.71%，净息差 2.30% (+0bp, QoQ)，利息净收入同比+10.28%，手续费净收入同比+5.56%。成本收入比 21.07% (-1.3pct, YoY)。不良贷款率 1.53% (-1bp, QoQ)。拨备覆盖率 172.45% (-0.76pct, QoQ)。公司年化 ROA 1.18% (-4bps, YoY)；年化 ROE 15.15% (-38bps, YoY)，公司核心一级资本充足率 12.48%，资本充足率 14.81%。

手续费收入增速提升，净息差环比持平

工商银行前三季度净利润同比增 5.10%，增速较上半年提升 20BP。营收前三季度同比增 7.71%，增速较上半年提升 0.7 个百分点。营收增速的提升主要源于手续费收入的持续改善向好，连续三个季度同比增速提升。工行前三季度手续费收入同比增速 5.66%，增速较上半年进一步提升 2.28 个百分点，预计是由信用卡等银行卡相关业务的良好表现带动；利息净收入前三季度同比增 10.28%，增速较上半年小幅下降 0.3 个百分点。工商银行前三季度净息差 2.30%，较二季度环比持平。根据我们测算公司 3 季度期初期末口径净息差环比提升 2BP，其中资产端收益率提升幅度 (+10bp, QoQ) 大于负债端成本的提升 (+7bp, QoQ)。展望未来，存款竞争依然激烈，负债端成本抬升压力仍存，资产端随着信贷额度增加收益或稳中有降，预计全年息差总体将维持稳定，进一步提升空间不大。

规模维持较快增长，负债端优势突出

截止3季度末，工商银行总资产同比增9.44%，环比增3.3%，其中信贷投放在延续前两季度的稳定态势（前两季度贷款同比增速均为7%）上略有提速，3季度环比增2.23%，同比增8%，同比增速较半年末小幅提升1个百分点；负债端，工行继续保持在存款吸纳方面的竞争优势，在存款竞争激烈背景下存款依然保持较快增长，且增速进一步提升，截止3季度末环比增2.35%，同比增10.23%，同比增速较半年末提升0.8个百分点，在总负债中的占比82.2%。

资产质量整体稳定，不良生成环比改善

工商银行3季末不良率1.53%，环比下降1bp，我们测算公司3季度加回核销的年化不良生成率约为0.84%，环比下降24BP，且公司不良认定较为严格，截止2季度末逾期90天/不良的比例为79%，在宏观经济下行压力增大背景下，资产质量整体稳中向好。3季末工行拨备覆盖率172.45%，环比下降0.76个百分点，总体保持稳定。

投资建议

工商银行盈利保持稳定增长，净利润和营收同比增速均稳中有升。前三季度手续费收入同比增速进一步提升，净利息收入和净息差总体稳定。资产端3季度末信贷规模增速小幅提升，负债端存款保持较快增长。工行资产质量总体稳定，不良率稳中有降，不良生成环比改善。我们预计工商银行2018/19净利润同比增速为6.5%/5.6%，目前股价对应2018/19年市盈率为6.58倍/6.23倍，市净率为0.89倍/0.81倍，维持买入评级。

风险提示

- 1、经济下行导致资产质量恶化超预期。**银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。目前中美贸易摩擦持续，宏观经济存不确定性，后续仍需密切关注经济的动态变化。
- 2、金融监管超预期。**2017年以来银行业严监管持续，已实现对银行表内外业务监管的全覆盖，行业规模增长放缓、“去杠杆”进程提速。同时，银监会和保监会合并将增强监管的统一性和协调性，提升监管有效性，各类监管细则文件有望加速落地。如果严监管超预期趋严，行业的业务发展可能受限，从而影响净利润增速。
- 3、中美贸易战进一步升级。**中美贸易战发展方向摇摆不定，进一步增加了投资者对国内经济前景的担忧。

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标(RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.78	0.80	0.86	0.90	0.95
BVPS (摊薄/元)	5.29	5.73	6.33	6.96	7.62
每股股利	0.23	0.24	0.26	0.27	0.29
分红率(%)	30.01	30.00	30.00	30.00	30.00
资产负债表(Rmbbn)					
贷款总额	13057	14233	15514	16911	18433
证券投资	5576	5846	6138	6445	6767
应收金融机构的款项	1553	1834	2018	2119	2224
生息资产总额	23247	25187	27199	29200	31354
资产合计	24137	26087	28171	30243	32474
客户存款	17825	19226	20957	22424	23993
计息负债总额	20790	22507	24485	26222	28086
负债合计	22156	23946	25815	27661	29653
股本	356	356	356	356	356
股东权益合计	1970	2127	2341	2566	2803
利润表(Rmbbn)					
净利息收入	471.85	522.08	577.40	621.63	667.42
净手续费及佣金收入	144.97	139.63	141.02	143.84	146.72
营业收入-扣除其他成本	640.68	674.80	731.51	778.57	827.24
营业税金及附加	(17.32)	(7.47)	(8.09)	(8.61)	(9.15)
拨备前利润	451.17	492.41	535.76	570.81	607.15
计提拨备	(87.89)	(127.77)	(147.25)	(160.50)	(174.95)
税前利润	363.28	364.64	388.50	410.31	432.20
净利润	278.25	286.05	304.77	321.87	339.05
资产质量					
NPL ratio(%)	1.62	1.55	1.50	1.47	1.47
NPLs	211.80	220.99	232.72	248.59	270.96
拨备覆盖率(%)	137	154	176	197	214
拨贷比(%)	2.21	2.39	2.64	2.89	3.15
一般准备/风险加权资(%)	1.99	2.14	2.39	2.65	2.93
不良贷款生成率(%)	0.89	0.63	0.60	0.60	0.60
不良贷款核销率(%)	(0.63)	(0.56)	(0.52)	(0.50)	(0.47)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润					
折旧与摊销	18.42	9.01	9.00	9.00	9.00
净利息费用	16.23	8.34	7.99	7.36	7.38
总资产增长率	17.11	8.08	7.99	7.36	7.38
存款增长率	14.58	7.86	9.00	7.00	7.00
付息负债增长率	17.08	8.26	8.79	7.09	7.11
净利息收入增长率	(4.39)	10.65	10.60	7.66	7.37
手续费及佣金净收入增长率	9.42	(3.69)	1.00	2.00	2.00
营业收入增长率	1.40	5.32	8.40	6.43	6.25
拨备前利润增长率	7.85	9.14	8.80	6.54	6.37
税前利润增长率	0.46	0.37	6.54	5.61	5.33
净利润增长率	0.88	2.80	6.54	5.61	5.33
非息收入占比	22.63	20.69	19.28	18.48	17.74
成本收入比	27.34	26.34	26.04	25.94	25.84
信贷成本	0.70	0.94	0.99	0.99	0.99
所得税率	23.17	21.17	21.17	21.17	21.17
盈利能力(%)					
NIM	2.16	2.22	2.27	2.27	2.27
拨备前 ROAA	2.02	1.96	1.97	1.95	1.94
拨备前 ROAE	25.78	24.04	23.98	23.27	22.61
ROAA	1.24	1.14	1.12	1.10	1.08
ROAE	15.90	14.58	14.19	13.60	13.05
流动性(%)					
分红率	30.01	30.00	30.00	30.00	30.00
贷存比	73.25	74.03	74.03	75.41	76.82
贷款/总资产	54.09	54.56	55.07	55.92	56.76
债券投资/总资产	23.10	22.41	21.79	21.31	20.84
银行同业/总资产	6.43	7.03	7.16	7.00	6.85
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	12.87	12.77	13.06	13.39	13.67
资本充足率	14.61	15.14	15.26	15.43	15.57
加权风险资产-一般法	14565	15903	17173	18437	19797
% RWA/总资产(%)	60.34	60.96	60.96	60.96	60.96

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371