

工商银行 (601398)

手续费增速喜人，存款成绩亮眼

证券研究报告

2018年11月01日

投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	5.63元
目标价格	7.58元

基本数据

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)	1,517,916.76
流通A股市值(百万元)	1,517,916.76
每股净资产(元)	6.12
资产负债率(%)	91.91
一年内最高/最低(元)	7.77/5.05

事件:

10月30日，工商银行披露18年三季报。3Q18实现归母净利润2396.27亿，YoY+5.1%；营收5770.55亿元，YoY+7.7%；年化ROE为15.15%。9月末，不良率1.53%，环比下降1BP；拨备覆盖率172.45%，比上年末提高18.38个百分点。

点评:

3Q18拨备前利润同比增8.1%，非息收入单季度同比增速减缓。3Q18归母净利润增5.1%（1H18增速为4.9%），符合预期。盈利拆解来看，盈利增长依旧靠规模驱动，息差和税收优惠贡献减弱，拨备计提力度仍然较大，压制盈利增速。单季度来看，18Q3单季拨备利润同比增6.6%，较18Q2（7.2%）略有下降，主要是18Q3非息收入增速7.9%低于18Q2的13.7%。

息差保持平稳，手续费增长亮眼。3Q18净息差2.3%，同比提升13个BP，系生息资产收益率提升快过负债端成本率上升所致。18Q3单季度手续费同比增速为11.3%，为近7个季度最高（18Q2为5.4%），可能是信用卡、担保承诺、电商业务、国际结算等增长所致，反映出工行中间业务发展良好，经营转型战略卓有成效。

存款延续较快增长趋势，信贷债券双双提速，同业资产投放有所回升。负债端，9月末客户存款较年初增长8.92%，较为出色，或反映了管理层重视存款争取工作的经营思路。资产端，9月末总资产达28.19万亿元，较上年末增8.09%；贷款9月末同比增速为8.3%，高于6月末的7.7%，表明工行响应国家政策，支持实体经济发展；债券投资9月末同比增速为16.2%，继续提速（6月末为12.3%）。同业资产投放扭转了连续两个季度下降的趋势，9月末同比增速为7.4%。

资产质量延续改善势头，拨备充足。9月末，不良率为1.53%，较6月末下降1BP，连续8个季度改善。公司关注贷款率、逾期贷款率、不良逾期剪刀差均在改善，这反映了工行前些年对信贷结构的调整成效较大，去杠杆力度的减缓和结构性去杠杆也为其信贷质量提供了改善的环境。9月末拨备覆盖为172.45%，与6月末几近持平，拨备充足。

投资建议：稳健经营基本面优异，维持买入评级

作为国内银行业龙头，工行治理规范且市场化程度较高，我们看好公司基本面。三季度存款增长延续良好势头，负债端优势突出。鉴于近期经济下行压力加大，将公司2018-2020净利润由3111/3387/3726亿元下调至3050/3325/3658亿元。

当前受中美贸易摩擦等影响，板块平均18年PB为0.83倍，考虑公司ROE（3Q18为15.15%）高于行业均值（1H18为13.4%），18年目标估值1.2倍PB，对应目标7.58元/股，较当前约35%上行空间，维持“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	7965	8622	9335
增长率(%)	(3.1)	7.5	9.6	8.2	8.3
归属母公司股东净利润(亿元)	2782	2860	3050	3325	3658
增长率(%)	0.4	2.8	6.6	9.0	10.0
每股收益(元)	0.78	0.80	0.86	0.93	1.03
市盈率(P/E)	7.21	7.01	6.58	6.04	5.49
市净率(P/B)	1.07	0.98	0.89	0.78	0.68

资料来源：wind，天风证券研究所

作者

廖志明 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

朱于歆 分析师
SAC执业证书编号：S1110518090006
zhuyuxin@tfzq.com

股价走势



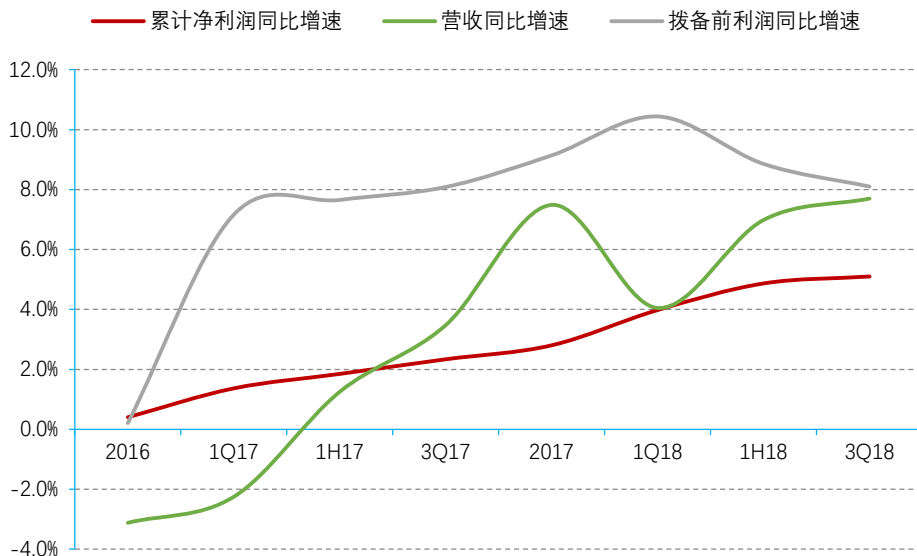
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《工商银行-半年报点评:收入端持续向好，存款增长较快》2018-08-31
- 2 《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

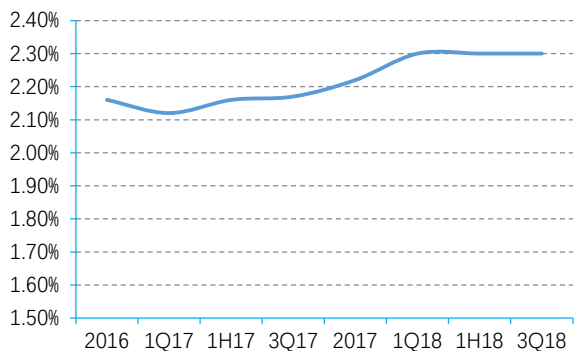


图 1: 工行 3Q18 拨备前利润持续增长



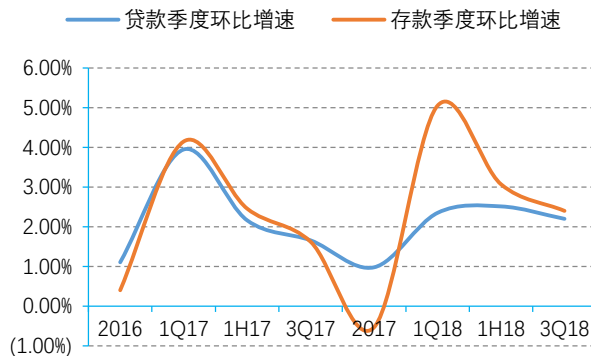
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 2: 工行 3Q18 净息差保持平稳



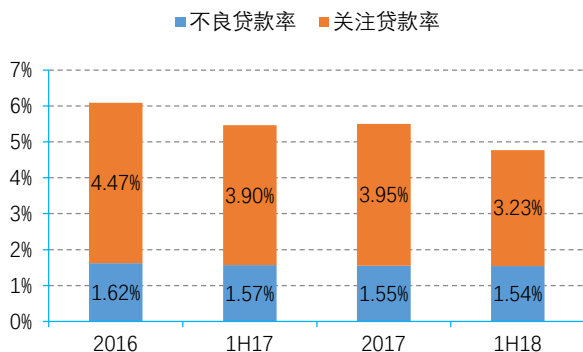
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 3: 工行 3Q18 存款增长亮眼



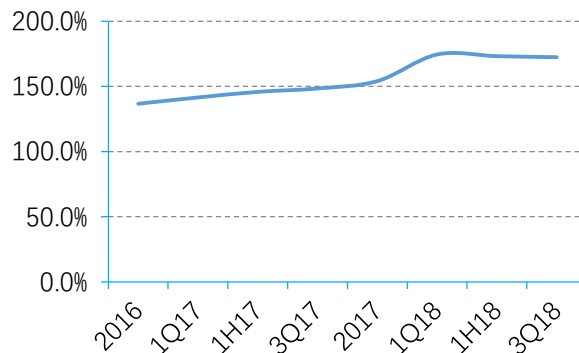
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 4: 工行不良率关注率近年来持续下降



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 5: 工行 3Q18 拨备无忧



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
利润表						收入增长					
净利息收入	4718	5221	5982	6580	7190	净利润增速	0.4%	2.8%	6.6%	9.0%	10.0%
手续费及佣金	1450	1396	1438	1510	1616	拨备前利润增速	1.2%	12.0%	11.8%	9.9%	9.8%
其他收入	591	648	545	532	529	税前利润增速	0.0%	0.4%	5.1%	14.8%	10.1%
营业收入	6759	7265	7965	8622	9335	营业收入增速	-3.1%	7.5%	9.6%	8.2%	8.3%
营业税及附加	(173)	(75)	(48)	(52)	(56)	净利息收入增速	-7.1%	10.6%	14.6%	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	6051	6648	7299	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)	规模增长					
税前利润	3633	3646	3834	4402	4848	生息资产增速	8.1%	8.6%	7.8%	8.3%	8.3%
所得税	(842)	(772)	(767)	(1057)	(1164)	贷款增速	9.4%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润	2782	2860	3050	3325	3658	同业资产增速	-7.6%	18.1%	10.0%	10.0%	10.0%
资产负债表						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%	15.9%	2.4%	-7.7%
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	12337	12629	11660	股东权益增速	10.0%	8.1%	9.9%	14.0%	13.5%
总资产	241373	260870	281710	304185	327327	存款结构					
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	贷款结构					
股东权益	19812	21411	23525	26818	30437	企业贷款(不含贴现)	62.3%	62.8%	58.79%	58.79%	58.79%
每股指标						个人贷款	32.1%	34.7%	39.75%	39.75%	39.75%
每股净利润(元)	0.78	0.80	0.86	0.93	1.03	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.36	1.52	1.70	1.87	2.05	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	6.31	7.23	8.23	正常	93.91%	94.50%	96.10%	96.15%	96.20%
每股总资产(元)	67.72	73.19	79.04	85.35	91.84	关注	4.47%	3.95%	3.90%	3.85%	3.80%
P/E	7.21	7.01	6.58	6.04	5.49	次级	0.84%	0.57%			
P/PPOP	4.15	3.71	3.32	3.02	2.75	可疑	0.63%	0.76%			
P/B	1.07	0.98	0.89	0.78	0.68	损失	0.15%	0.22%			
P/A	0.08	0.08	0.07	0.07	0.06	拨备覆盖率	136.69%	154.07%	187.28%	208.58%	223.77%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.16%	2.22%	2.27%	2.31%	2.33%	资本充足率	14.61%	15.14%	15.10%	15.05%	15.02%
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%	12.93%	13.06%	13.20%
贷款利率	4.25%	4.23%	4.43%	4.51%	4.56%	资产负债率	91.79%	91.79%	91.65%	91.18%	90.70%
存款利率	1.53%	1.42%	1.52%	1.58%	1.62%	其他数据					
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%						
盈利能力											
ROAA	1.20%	1.14%	1.13%	1.14%	1.17%						
ROAE	15.48%	14.58%	14.21%	13.78%	13.28%						
拨备前利润率	2.09%	2.16%	2.23%	2.27%	2.31%						

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com