



2019-03-29

公司点评报告

增持/维持

工商银行(601398)

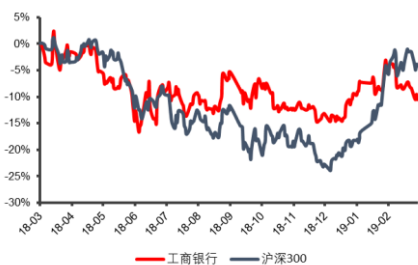
目标价: 6.4

昨收盘: 5.45

金融 银行

工商银行：规模扩张带动业绩增长，可持续性高

■ 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) 1,942,414/1,942,414

12个月最高/最低(元) 6.24/5.08

相关研究报告:

工商银行(601398)《工商银行:大行工匠,求发展而不冒进》--2018/08/31

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

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

研究助理:支初蓉

电话:010-88695262

E-MAIL:zhicr@tpyzq.com

事件:3月28日,工商银行发布2018年年报,公司2018年实现营业收入7738亿元,同比+6.5%;实现归母净利润2977亿元,同比+4.1%。

量价齐升带来业绩稳健增长。工商银行2018年实现归母净利润2977亿元,同比+4.1%,增速较前三季度下降1.0个百分点,较2017年上升1.3个百分点。对公司业绩增长贡献最大的是利息净收入(同比+9.7%),贡献率达到17.6%。其中,规模因素及利率因素贡献率分别为10.7%、7.0%,因此,规模扩张是业绩增长最重要的拉动力。而资产减值损失同比+26.5%,拖累业绩增长(贡献率-11.8%)。

存贷款增速提升,资本充足率较高。截至2018年末,工商银行贷款余额为1.5万亿元,同比+8.3%,增速较三季度上升0.4个百分点;存款余额2.1万亿,同比+11.4%,连续四个季度上升,工行在存款端优势明显。资本补充方面,公司1100亿元二级资本债已获批,核心一级资本充足率环比上升0.50个百分点至12.98%,在上市银行中仅次于江阴银行和建设银行,资产规模扩张仍有较大空间。

息差同比改善,资产端收益率显著上升。工行18年净息差为2.30%,与18年上半年持平,较2017年上升8个BP。生息资产收益率、计息负债成本率分别为3.81%、1.65%(2017:3.67%、1.57%),生息资产收益率上升幅度更大,主要原因是贷款利率及同业资产利率显著提升,短期贷款利率大幅提升31个BP。

不良率持续下降,逾期贷款同比减少。2018年末不良率为1.52%,环比三季度下降1个BP,同比下降3个BP。公司贷款不良率有所上升,但其占总贷款比重下降(2018:61.0%;2017:62.8%);不良率较低(2018:0.71%;2017:0.90%)且继续下降的个人贷款占比提升。18年工行不良贷款核销1088亿元,同比增长超过50%,贷款核销力度较大。关注贷款率也明显降低,由18年上半年末的3.23%降至2.92%。逾期贷款及逾期90天以上贷款同比减少,占比分别降至1.75%、1.16%。

投资建议:工行存贷款增速提升,息差同比改善带来利息净收入快速增长;资本补充继续,未来规模扩张空间大;不良持续改善,逾期贷款减少。预计19/20年归母净利润YOY分别为4.7%/4.6%,对应BVPS7.1/7.7元,现价0.77/0.71倍PB。2019年目标价6.4元,对应0.9倍PB,现价空间19%,给予“增持”评级。

风险提示:宏观经济下行的风险;严监管的政策风险;信用风险;市场风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	773789	826064	878439	929849
(+/-%)	6.51	6.76	6.34	5.85
净利润(百万元)	297676	311519	325707	339176
(+/-%)	4.06	4.65	4.55	4.14
摊薄每股收益(元)	0.82	0.87	0.91	0.95
市盈率(PE)	6.65	6.24	5.96	5.73

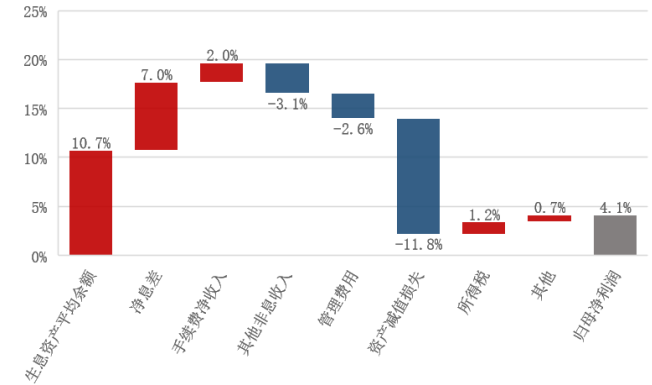
资料来源:Wind,太平洋证券注:摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1：业绩归因分析表

单位：亿元	2017年	2018年	增加额	贡献率
生息资产平均余额	235,170	248,921	305	10.7%
净息差	2.22%	2.30%	199	7.0%
手续费净收入	1,396	1,453	57	2.0%
其他非息收入	648	560	-88	-3.1%
管理费用	-1,777	-1,850	-73	-2.6%
资产减值损失	-1,278	-1,616	-338	-11.8%
所得税	-772	-737	35	1.2%
其他	-578	-558	20	0.7%
归母净利润	2,860	2,977	116	4.1%

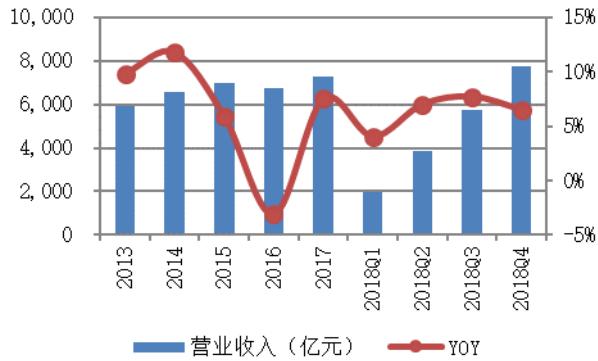
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：2018 年业绩归因分析图



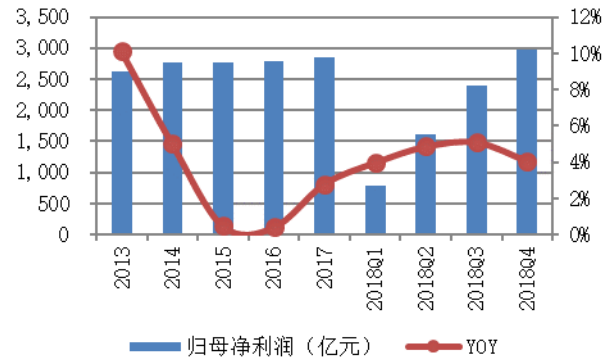
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：营业收入及增速



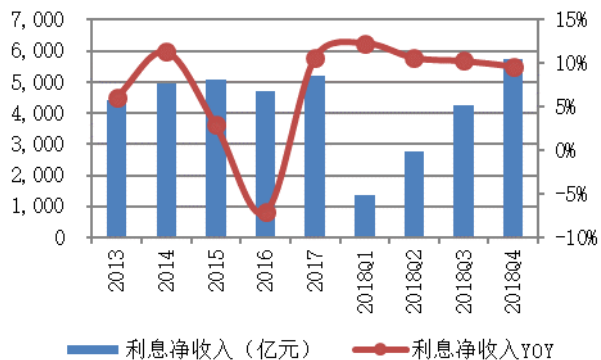
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：归母净利润及增速



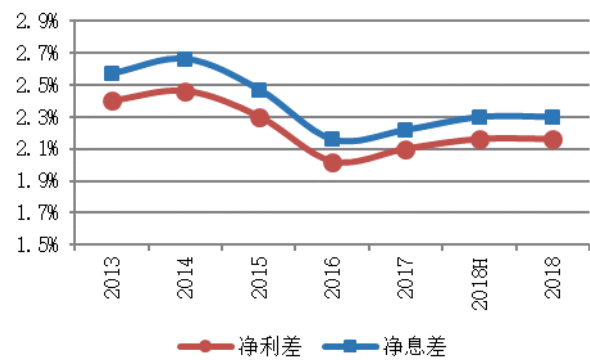
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：利息净收入及增速



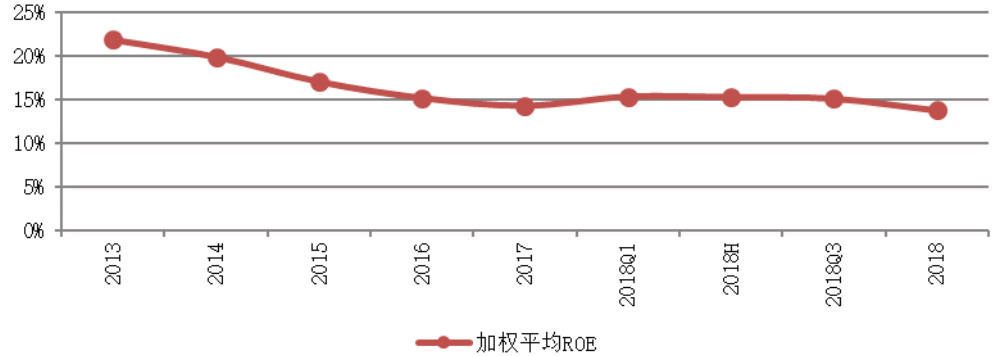
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：净息差、净利差



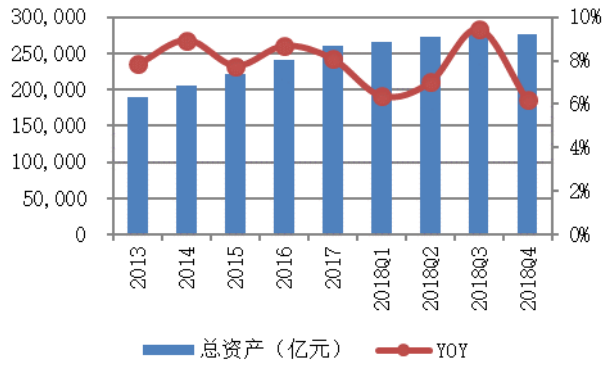
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：加权平均 ROE



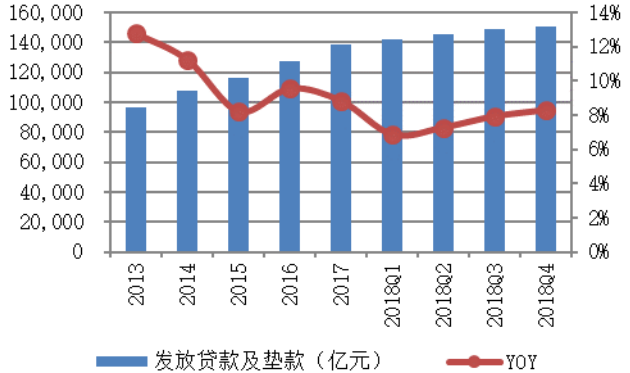
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：总资产及增速



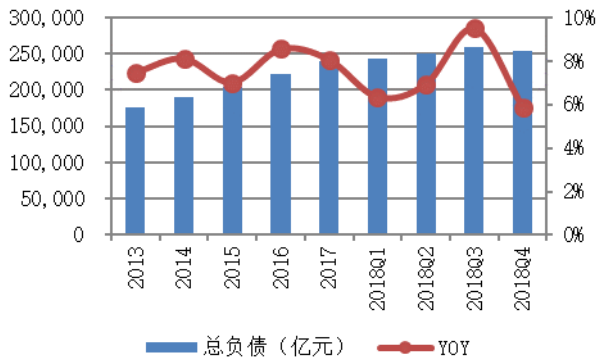
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：贷款余额及增速



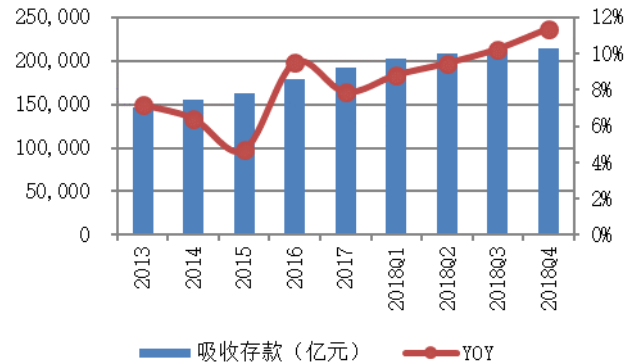
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：总负债及增速



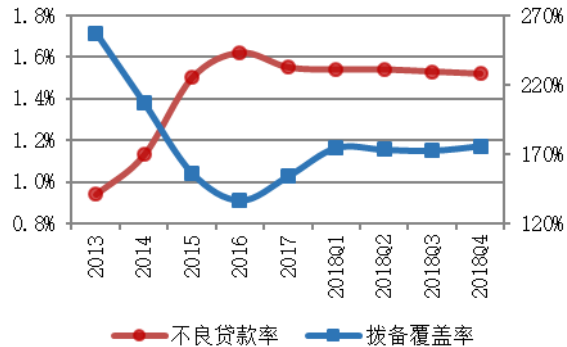
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：存款余额及增速



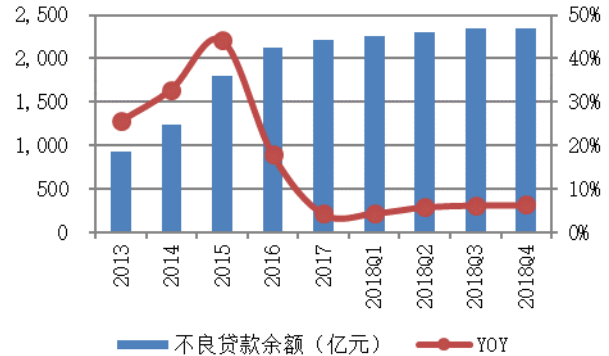
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：不良率及拨备覆盖率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 13：不良贷款余额及增速



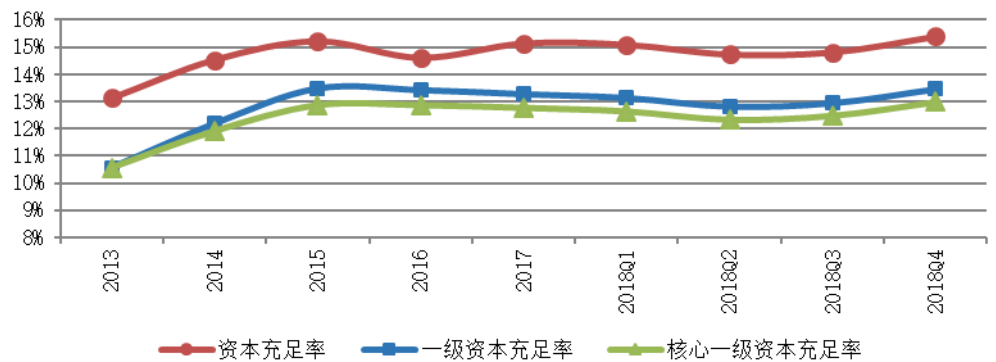
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 14：资产质量相关指标

单位：亿元	2012	2013	2014	2015	2016	2017H	2017	2018H	2018
不良率	0.85%	0.94%	1.13%	1.50%	1.62%	1.57%	1.55%	1.54%	1.52%
拨备覆盖率	296%	257%	207%	156%	137%	146%	154%	173%	176%
贷款总额	88,037	99,224	110,263	119,335	130,568	138,659	142,334	149,341	154,199
不良贷款余额	746	937	1,245	1,795	2,118	2,171	2,210	2,300	2,351
逾期 90 天以上贷款	621	798	1,152	1,628	1,950	1,964	1,789	1,816	1,788
逾期贷款	1,257	1,336	2,106	3,327	3,461	3,086	2,861	2,696	2,699
净资产	11,250	12,741	15,309	17,895	19,698	20,183	21,275	21,786	23,300
资产减值损失	337	383	567	870	879	613	1,278	835	1,616
归母净利润	2,385	2,626	2,758	2,771	2,782	1,530	2,860	1,604	2,977

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 15：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，太平洋研究院整理

投资建议：工行存贷款增速提升，息差同比改善带来利息净收入快速增长；资本补充继续，未来规模扩张空间大；不良持续改善，逾期贷款减少。预计 19/20 年归母净利润 YOY 分别为 4.7%/4.6%，对应 BVPS7.1/7.7 元，现价 0.77/0.71 倍 PB。2019 年目标价 6.4 元，对应 0.9 倍 PB，现价空间 19%，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行的风险；信用违约可能在节奏上超逾期；严监管的政策风险；信用风险；市场风险。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
发放贷款	13,892,966	15,046,132	16,249,823	17,468,559	18,691,358	营业收入	726,502	773,789	826,064	878,439	929,849
投资	1,834,242	1,696,498	1,757,886	1,849,052	1,866,022	利息净收入	522,078	572,518	616,742	658,651	696,873
存放同业	1,106,776	1,788,267	1,516,692	1,214,601	1,328,246	利息收入	861,594	948,094	1,043,278	1,148,018	1,263,274
拆出资金	477,537	577,803	693,364	797,368	837,237	利息支出	339,516	375,576	426,536	489,368	566,401
买入返售款项	986,631	734,049	660,644	627,612	596,231	手续费净收入	139,625	145,301	151,527	157,826	164,583
现金或存放央行	3,613,872	3,372,576	3,203,947	3,139,868	3,077,071	其他非息收入	64,799	55,970	57,795	61,962	68,392
其他资产	1,430,197	829,642	719,695	717,247	699,012	税金及附加	7,465	7,781	8,307	8,833	9,350
资产合计	26,087,043	27,699,540	29,361,512	30,976,396	32,525,215	业务及管理费	177,723	185,041	206,516	219,610	232,462
吸收存款	19,226,349	21,408,934	23,121,649	24,740,164	26,224,574	资产减值损失	127,769	161,594	171,821	191,500	211,076
已发行债券	526,940	617,842	586,950	528,255	501,842	营业支出	364,660	402,602	434,830	468,129	501,074
同业存放	1,214,601	1,328,246	1,195,421	1,075,879	968,291	营业利润	361,842	371,187	391,234	410,310	428,775
拆入资金	491,948	486,249	449,529	408,615	354,572	利润总额	364,641	372,413	391,234	410,410	428,775
卖出回购金融资产款	1,046,338	514,801	411,841	350,065	315,058	所得税	77,190	73,690	78,668	83,656	88,552
向央行借款	456	481	385	346	312	净利润	287,451	298,723	312,566	326,754	340,223
应交税费	82,550	95,678	101,419	106,997	112,347	少数股东损益	1,402	1,047	1,047	1,047	1,047
其他负债	1,356,805	902,426	956,572	1,009,183	1,059,642	归母净利润	286,049	297,676	311,519	325,707	339,176
负债合计	23,945,987	25,354,657	26,823,765	28,219,504	29,536,638						
股本	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407	预测指标					
盈余公积	232,703	261,720	293,566	328,515	366,872		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
一般风险准备	264,892	279,064	297,589	317,503	338,811	贷款增长率	8.82%	8.30%	8.00%	7.50%	7.00%
未分配利润	1,097,544	1,206,666	1,368,128	1,534,745	1,705,720	存款增长率	7.86%	11.35%	8.00%	7.00%	6.00%
归属母公司股东权益合计	2,189,549	2,341,876	2,521,818	2,739,915	2,970,554	营业收入增速	7.49%	6.51%	6.76%	6.34%	5.85%
少数股东权益	13,565	14,882	15,929	16,976	18,023	利息净收入增速	10.65%	9.66%	7.72%	6.80%	5.80%
股东权益合计	2,141,056	2,344,883	2,537,747	2,756,891	2,988,577	归母净利润增速	2.80%	4.06%	4.65%	4.55%	4.14%
						ROE	14.35%	13.79%	12.85%	12.42%	11.92%
						ROA	1.14%	1.11%	1.10%	1.08%	1.07%
						BPS(元)	5.73	6.30	7.08	7.69	8.33
						EPS(元)	0.79	0.82	0.87	0.91	0.95
						PE(X)	6.90	6.65	6.24	5.96	5.73
						PB(X)	0.95	0.87	0.77	0.71	0.65
						PPOP(元)	1.38	1.50	1.58	1.69	1.80
						P/PPOP(X)	3.94	3.64	3.45	3.23	3.04

资料来源：WIND，太平洋证券

银行团队介绍

孙立金：银行首席分析师，北京大学企业管理硕士；十年金融行业从业经验，2015 年加入太平洋证券；对银行、非银有深入研究。2016 年金融界银行第 3 名，2017 年东方财富银行第 4 名；2018 年“天眼”最佳分析师银行第 2 名；“每市”组合 2018 年银行第 2 名。

支初蓉：银行行业研究助理，英国杜伦大学金融学硕士，2018 年加入太平洋证券，对商业银行有深入研究。

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com

华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。