

## 工商银行 (601398)

## 营收、PPOP增速保持高位，存款成本平稳负债优势突出

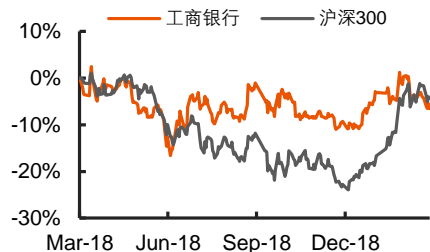
## 强烈推荐 (维持)

现价: 5.57 元

## 主要数据

行业	银行
公司网址	www.icbc.com.cn www.icbc-ltd.com
大股东/持股	汇金公司/34.71%
实际控制人	中央汇金投资有限责任公司
总股本(百万股)	356,406
流通 A 股(百万股)	269,612
流通 B/H 股(百万股)	86,794
总市值 (亿元)	15,017.40
流通 A 股市值(亿元)	15,017.40
每股净资产(元)	6.54
资产负债率(%)	91.5

## 行情走势图



## 相关研究报告

《工商银行\*601398\*前三季度业绩保持稳健，存款增速领先可比同业》 2018-10-31

《工商银行\*601398\*上半年负债端优势彰显，资产质量延续改善》 2018-09-02

## 证券分析师

刘志平 投资咨询资格编号  
S1060517100002  
LIUZHIPING130@PINGAN.COM.CN

## 研究助理

李晴阳 一般从业资格编号  
S1060118030009  
LIQINGYANG876@PINGAN.COM.CN

## 投资要点

## 事项:

工商银行公布18年年报，2018年净利润同比增长4.1%。营业收入同比增长6.5%，净利息收入同比增长9.7%，手续费净收入同比增长4.1%。总资产27.7万亿元(+6.2%，YoY)，其中贷款+8.3%YoY；存款+9.4%YoY。净息差2.30% (+8bps, YoY)；不良贷款率1.52% (-1bps, QoQ)；拨贷比2.68% (+29bps, YoY)，拨备覆盖率175.76% (+3.31pct, QoQ)；ROE 13.79% (-0.56pct, YoY)，ROA 1.11% (-0.03pct, YoY)；资本充足率15.39% (+25bps, YoY)。每股拟现金分红0.2506元，现金分红比例30.5%。

## 平安观点:

## ■ 业绩增速上行，息差贡献度进一步提升

公司2018年业绩增速上行，全年营收、拨备前利润和净利润增速分别为6.51%、8.82%、4.06%，利润增速较17年提升1.26pct，季度趋势来看，Q4业绩增速略有放缓。18年ROAA和ROAE分别为1.11%、13.79%，各同比微降0.03和0.56pct，降幅较17年收窄，盈利能力企稳。业绩分拆：1) 规模增长正贡献度同环比略有缩窄，但维持高位；2) 息差变化贡献度同环比上行，是18年业绩的最大正贡献因子，主要是贷款收益率端贡献，信贷量价齐升；3) 拨备计提是最大负贡献因子，工行近年来维持较高拨备计提水平，以提升风险抵补能力；4) 手续费净收入贡献度较17年转负为正，是来自监管强度边际趋缓下，银行卡和清算结算业务的高增带来支撑；其他非息收入有所拖累，主要是汇兑损益和公允价值变动影响。

## ■ 经营情况分析:

1) 夯实存量，拓展增量，客户基础再上台阶。18年致力于存量经营和增量拓展，个人和机构客户的拓展取得显著成效，对公和个人客户数分别实现12%和7%的增速。2) 手续费收入回归正增，PPOP增速远超利润增速。在利息净收入保持稳健、手续费收入改善对冲汇兑亏损之下，工行18年PPOP同比增长8.8%，归母净利润同比增4.06%，延续了17年上行态势。3) 加大政府债配置力度，免税效应带动有效税率下降。工行18年增加金融投资规模同比增长15.9%，债券是主要配置方向，占投资资产的

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	726502	773789	822159	862059	933951
YoY(%)	7.5	6.5	6.3	4.9	8.3
净利润(百万元)	286,049	297,676	310,412	322,458	338,457
YoY(%)	2.8	4.1	4.3	3.9	5.0
ROE(%)	13.96	13.36	12.74	12.09	11.53
EPS(摊薄/元)	0.79	0.82	0.86	0.89	0.94
P/E(倍)	7.0	6.8	6.5	6.2	5.9
P/B(倍)	0.97	0.88	0.81	0.73	0.66

90%以上。18年新增政府债配置超7500亿，免税效应带动有效税率降低2.4pct。**4) 四季度略有缩表，低成本存款增速和占比均提升。**全年资产增速6.18%，较17年收窄1.9pct，主要来自Q4环比缩表1.77%。18年贷款总额较年初增长8.3%，净额占比进一步增至54.3%，其中个贷占比提升至36.6%，以按揭贷款为主要投放方向。存款总额扩增9.44%，在负债端占比同环比分别提升2.7pct、2.2pct至84.4%。**5) 资产端量价齐升，负债端存款成本控制优于同业，全年息差走阔8BP。**资产端收益上行14BP，弥补了负债端成本率增幅(+8BP)，且息差增幅逐季扩大，贷款和投资资产量价齐升，贷款收益率大幅提升15BP，存款占比高达80%以上，付息率仅走高3BP，成本控制好于同业，拉低主动负债成本率。**6) 资产质量：先行指标持续向好，不良认定严格不良率稳步下行。**三季度末不良贷款率1.52%，较17年再降3BP，关注类和逾期贷款规模、比例均实现双降，拨覆率和拨贷比分别收录175.76%、2.68%，较上年末分别提升21.7pct、0.29pct。

## ■ 投资建议

18年工行的客户基础得到进一步稳固和拓展，客户数再上台阶。业绩稳扎稳打，营收、PPOP均保持在较高增速，业绩基础扎实。具体来看：1) 资产规模稳健增长，贷款实现量价齐升，叠加负债端绝对的存款优势和成本管控，整体息差同比走阔8BP且增幅逐季改善；2) 增配政府债的免税效应降低了有效税率，进一步增益盈利；3) 手续费收入增速转负为正；4) 资产质量方面各项指标持续边际改善，先行指标双降，不良下行拨覆率提升。据公司年报公布业绩，考虑到利率市场化和宽货币下行业19年普遍面临的息差压力，以及资产质量压力下增提拨备，我们下调公司盈利预测，19/20年净利增速预测为4.3%/3.9%（原为7.8%/11%）。目前股价对应19/20年PB为0.81x/0.73x，PE为6.5x/6.2x，结合公司稳健的业绩表现、强大的客群基础和领先的综合优势，我们维持公司“强烈推荐”评级。

## ■ 风险提示

**资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露。**银行业与国家宏观经济发展息息相关，若宏观经济超预期下滑，势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度，从而影响公司利润增速。

**政策调控力度超预期。**在去杠杆、防风险的背景下，行业监管的广度和深度不断加强，资管新规等一系列政策和监管细则陆续出台，如果整体监管趋势或者在某领域政策调控力度超预期，可能对行业和公司经营稳定性造成不利影响。

**市场下跌出现系统性风险。**银行股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险整体估值向下，有可能带动行业股价下跌，从而影响公司股价表现。

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>业绩增速上行，息差贡献度进一步提升</b>	<b>5</b>
1.1	整体业绩表现	5
1.2	业绩分拆	6
<b>二、</b>	<b>经营情况分析</b>	<b>6</b>
2.1	夯实存量，拓展增量，客户基础再上台阶	6
2.2	手续费收入回归正增，PPOP 增速远超利润增速	7
2.3	加大政府债配置力度，免税效应带动有效税率下降	9
2.4	四季度略有缩表，低成本存款增速和占比均提升	9
2.5	资产端量价齐升，负债端存款成本控制优于同业，全年息差走阔 8BP	11
2.6	资产质量：先行指标持续向好，不良认定严格不良率稳步下行	12
<b>三、</b>	<b>投资建议</b>	<b>13</b>
<b>四、</b>	<b>风险提示</b>	<b>14</b>

## 图表目录

图表 1	工商银行业绩增速 .....	5
图表 2	ROE、ROA 降幅逐年趋缓 .....	5
图表 3	资本充足率提升处行业高位 .....	5
图表 4	工商银行净利润增速拆解 .....	6
图表 5	工商银行净利润增速拆解 .....	7
图表 6	利润增速上行 .....	8
图表 7	PPOP 增速大幅高于净利润增速 .....	8
图表 8	手续费净收入增速转负为正 .....	8
图表 9	手续费收入占比：银行卡和结算收入占比提升 .....	8
图表 10	利息净收入营收贡献度上行 .....	8
图表 11	债券配置占投资资产的九成 .....	9
图表 12	政府债配置比例逐年提升 .....	9
图表 13	免税收入增速保持高位 .....	9
图表 14	公司有效税率逐年下行 .....	9
图表 15	资产增速趋缓 .....	10
图表 16	资产配置向贷款和投资资产倾斜 .....	10
图表 17	同业资产 Q4 季度环比缩减 13% .....	10
图表 18	个贷占比提升 .....	10
图表 19	零售贷款投放以按揭为主，信用卡占比略有提升 .....	10
图表 20	负债端存款优势显著 .....	10
图表 21	存款呈现定期化趋势 .....	11
图表 22	18 年零售存款占比提升 .....	11
图表 23	全年息差提升 8BP .....	11
图表 24	测算息差逐季上行，主要是资产收益率带动 .....	11
图表 25	工商银行资产负债价格汇总 .....	12
图表 26	不良生成率持续低于 1%，不良率确立下行趋势 .....	12
图表 27	关注类贷款实现双降 .....	12
图表 28	公司不良认定非常审慎 .....	13
图表 29	拨覆盖率环比回升至 175.76% .....	13
图表 30	年初以来公司估值略有回升 .....	13
图表 31	公司估值业内居中（截至 3.30） .....	13
图表 32	工商银行盈利预测 .....	15

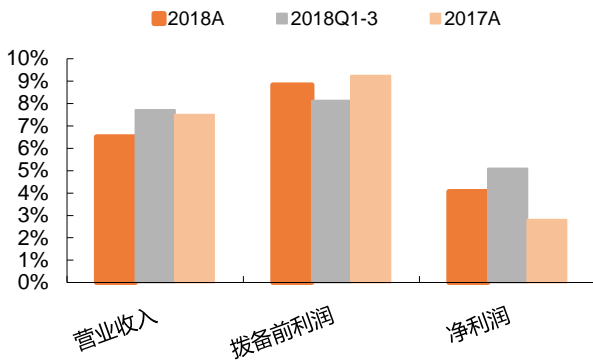
## 一、业绩增速上行，息差贡献度进一步提升

### 1.1 整体业绩表现

公司 2018 年业绩增速上行，全年营收、拨备前利润和净利润增速分别为 6.51%、8.82%、4.06%，其中营收和 PPOP 速较 17 年略下滑 0.98pct、0.42pct，但利润增速较 17 年提升了 1.26pct，季度趋势来看，Q4 业绩增速略有放缓。18 年工行 ROAA 和 ROAE 分别为 1.11%和 13.79%，各同比微降 0.03pct 和 0.56pct，但降幅较 17 年收窄（17 年分别降 0.06pct、0.89pct），公司盈利能力企稳。

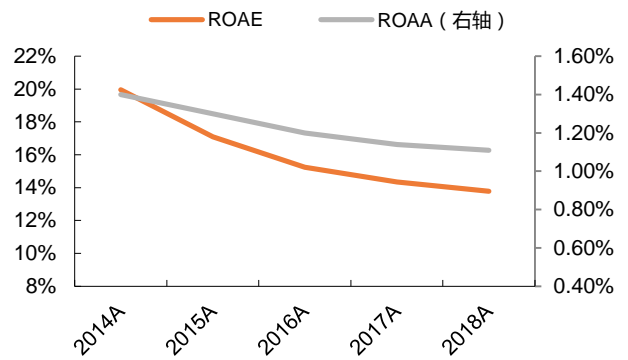
从资本角度来看，公司资本充足率和核心一级资本充足率分别较 17 年提升 0.25pct 和 0.22pct 至 15.39%、12.98%，在行业内处于较高水平。充足率的提升一方面源于内生资本补充能力增强，另一方面外源性资本补充推进速度加快。今年起来，公司在 3 月完成了 550 亿元二级资本债的发行，同时 3 月还审议通过 800 亿元的无固定期限资本债计划，未来还将分批次发行 1000 亿优先股、加快资本工具的创新等。

图表1 工商银行业绩增速



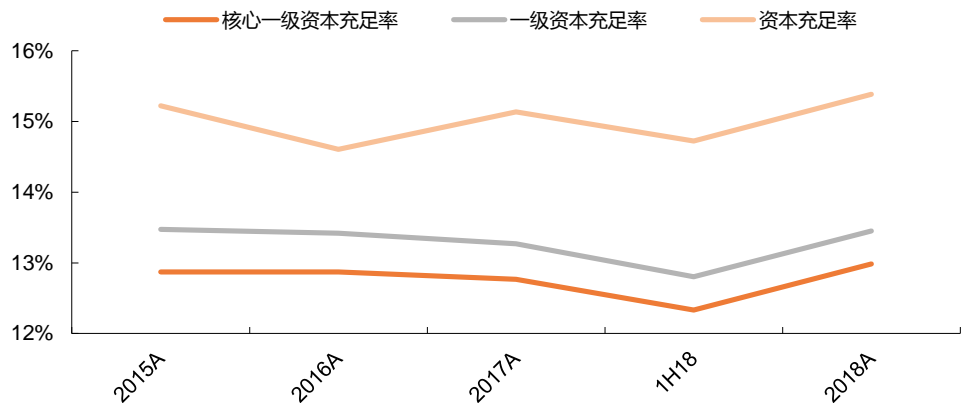
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 ROE、ROA 降幅逐年趋缓



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 资本充足率提升处行业高位

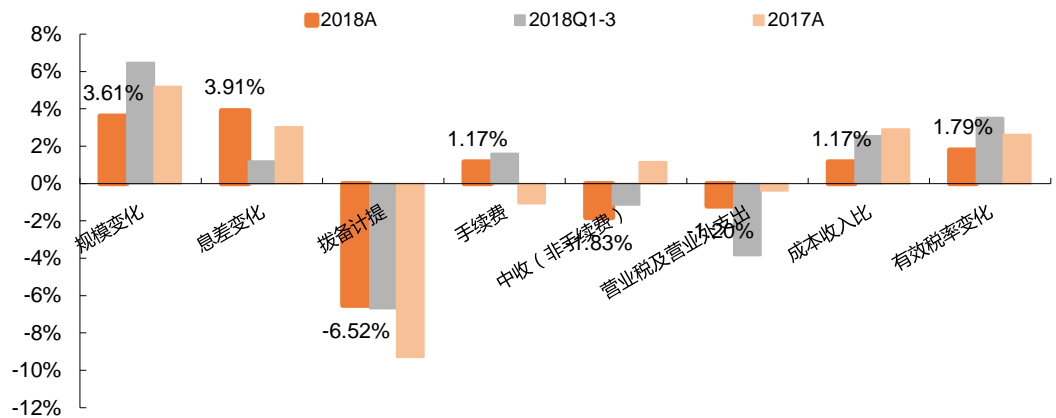


资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 1.2 业绩分拆

公司 2018 年净利润增速中,规模、息差、手续费、成本收入比和有效税率对净利润分别正贡献 3.61%、3.91%、1.17%、1.17%、1.79%; 拨备计提、中收(非手续费)和营业外收入分别负贡献 6.52%、1.83%、1.2%。趋势来看: 1) 规模增长正贡献度同环比略有缩窄,但维持高位; 2) 息差变化贡献度同环比上行,是 18 年业绩的最大正贡献因子,进一步拆分来看主要是贷款收益率端的贡献,信贷量价齐升; 3) 拨备计提是最大的负贡献因子,主要是工行近年来维持了较高的拨备计提水平,以提升安全边际; 4) 手续费净收入贡献度较 17 年转负为正,是来自监管强度边际趋缓下,银行卡和清算结算业务的高增带来的支撑; 其他非息收入有所拖累,主要是汇兑损益和公允价值变动影响。

图表4 工商银行净利润增速拆解



资料来源:公司公告,平安证券研究所;注:规模、利差变化,年度数据采用年报披露的日均余额估算,季度数据按照期初期末平均余额数据估算。

## 二、经营情况分析

### 2.1 夯实存量,拓展增量,客户基础再上台阶

2018 年工行致力于存量经营和增量拓展,个人和公司客户的拓展取得显著成效,客户基础得到进一步夯实。具体来看,对公和个人客户数分别实现 12%和 7%的增速。

对公业务方面: 1) 截至 18 年末对公客户数 703.3 万户,同比增长 12.2%,增速较 17 年提升 3.7 个百分点; 2) 通过推广企业通、工银 e 缴费和大额资金监控平台等服务,有效获客,实现对公结算账户数和全球现金管理客户数分别增长 11.1%、14%,结算账户增速较 17 年再增 3.5pct,相应带来 2600 万亿的交易结算业务量。3) 政策鼓励加大支持力度的小微企业和普惠三农企业客户数分别为 30.8 万户、5.5 万户,增速高达 42%、62%,带动两类企业的贷款业务规模分别扩增 18.1%、12%,高于全行贷款增速。工行除了广泛的渠道网点,还通过线上打造小微金融服务平台和经营快贷、网贷通、线上供应链融资三大普惠产品体系,业务覆盖面得到有效拓展。

零售业务方面,通过精准营销和差异化的优质金融产品提供,工行个人客户数再上台阶,截至 18 年末个人客户数达 6.07 亿户,较上年增加 3967 万户,增速 7%,与上年基本相当。其中个人贷款客户数 1329 万户,增加 103 万户,增速 8.4%,较 17 年再增 0.2pct,带动个人 AUM 增长 4.4%,个人存贷款规模均实现双位数增幅。高净值客户方面,私行客户数 18 年达到 8.07 万户,较 17 年增长 6.9%,增速稳健(2017 年增速 7.7%),带动 AUM 增长 4.4%。



图表5 工商银行净利润增速拆解

		2018A	2017A	增速
对公	客户数(万户)	703.3	627.1	12.2%
	贷款(亿元)	94,188.94	89,368.64	5.4%
	存款(亿元)	114,811.41	105,576.89	8.7%
单户授信总额1000万元以下(含)的小微企业	客户数(万户)	30.8	21.7	41.9%
	贷款(亿元)	3,216.85	2,724.82	18.1%
普惠型农户经营性贷款和普惠型涉农小微企业	客户数(万户)	5.5	3.4	61.8%
	贷款(亿元)	891.34	795.87	12.0%
结算	对公结算账户(万户)	831.9	748.9	11.1%
	结算业务量(万亿元)	2,600.00	2,563.00	1.4%
现金管理	现金管理客户(万户)	137.5	138.1	-0.4%
	全球现金管理客户(户)	7,282.0	6,388.0	14.0%
个人	客户数(亿户)	6.07	5.67	7.0%
	个人金融AUM(万亿元)	13.51	13.00	3.9%
	贷款(亿元)	56,365.74	49,454.58	14.0%
	存款(亿元)	94,364.18	83,801.06	12.6%
	个人贷款客户数(万户)	1,329	1,226	8.4%
	银行卡发卡量(亿张)	9.91	9.08	9.1%
私行	客户数(万户)	8.07	7.55	6.9%
	AUM(万亿元)	1.39	1.34	4.4%
资管	管理养老金个人账户(万户)	1,787.00	1,730.00	3.3%
	托管养老金基金(亿元)	5,462.00	5,016.00	8.9%
核心平台	融e行客户数(亿户)	3.13	2.82	11.0%
	融e购平台交易额(万亿元)	1.11	1.03	7.8%
	融e联注册用户(亿户)	1.50	1.14	31.6%

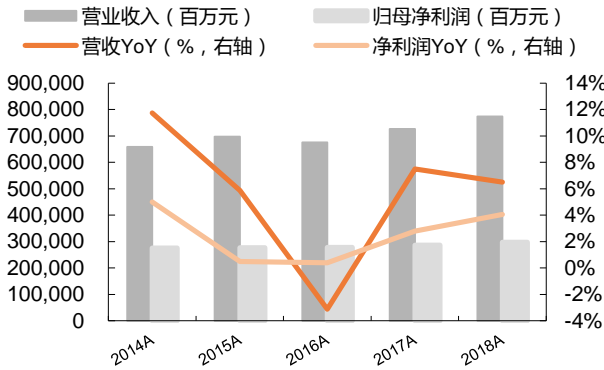
资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2.2 手续费收入回归正增，PPOP 增速远超利润增速

工行作为国内银行的绝对龙头，业绩一直保持稳健增长的态势。18年总营收同比增速6.51%，保持相对平稳，具体来看：1)全年利息净收入同比增9.7%，同环比略有降低但整体维持高位，全年利息净收入贡献了总营收的74%(71.9%，2017A)；2)18年公司非息收入负增1.5%，较17年降低1.7pct，非息收入承压主要来自汇率波动下汇兑损益的负增。而手续费净收入同比增长4.1%，扭转了17年负增3.7%的趋势，整体企稳回升7.8pct，季度趋势上Q4手续费净收入增速环比有所回落。手续费结构来看，受监管影响理财和投行业务收入压降，增量主要来自银行卡和清算结算业务，两部分收入分别较17年提升13%、18.5%，分别贡献手续费收入的26.9%、19.6%。

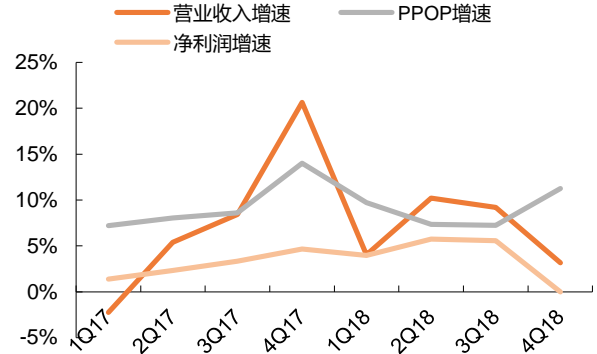
在利息净收入保持稳健、手续费收入改善对冲汇兑亏损之下，工行18年PPOP同比增长8.8%，较17年微降0.4pct，超出营收增速2.3个百分点。在拨备计提边际略放缓、资产减值损失同比增17%(18.4%，18Q1-3)的情况下，公司实现归母净利润同比增长4.06%，延续了17年上行态势。单季度表现来看，公司Q4单季营收和利润增速分别为3.1%、0%，较Q3边际放缓，拨备前利润增速环比有所回升。

图表6 利润增速上行



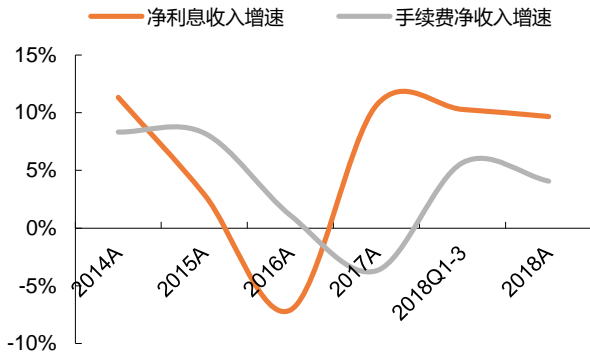
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 PPOP 增速大幅高于净利润增速



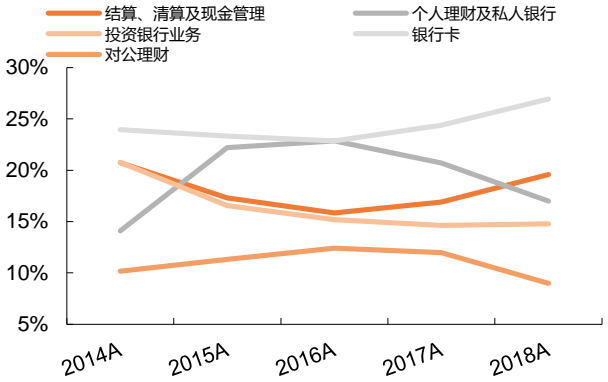
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 手续费净收入增速转负为正



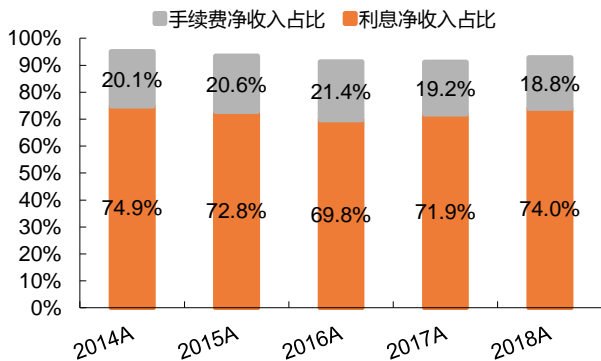
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 手续费收入占比：银行卡和结算收入占比提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 利息净收入营收贡献度上行



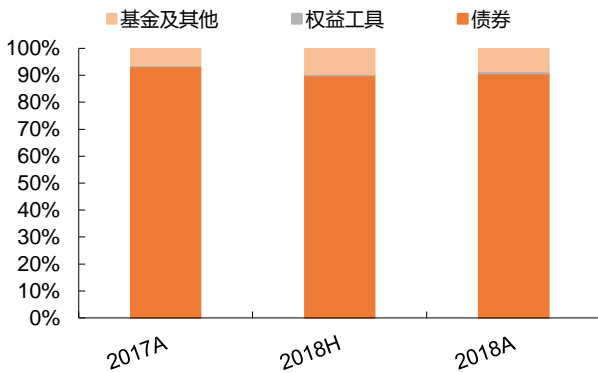
资料来源：公司公告，平安证券研究所



## 2.3 加大政府债配置力度，免税效应带动有效税率下降

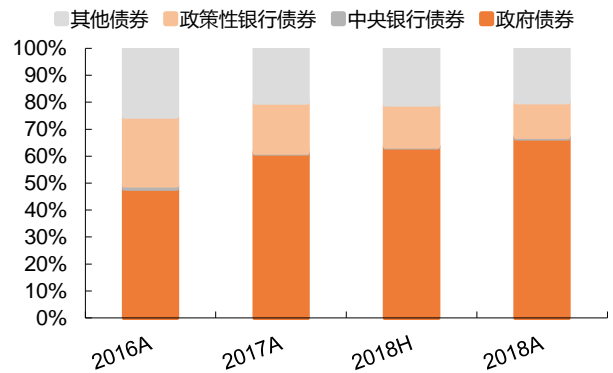
工行 18 年增加了金融投资规模，投资（不含应计利息）达 6.67 万亿，同比增长 15.9%，其中基金和权益资产在低基数下实现高增速，而债券资产一直是公司的主要配置方向，18 年债券投资达 6.05 万亿，增速为 12.6%，占投资资产的 90% 以上。值得注意的是，工行近年来逐步加强政府债配置力度，18 年新增政府债配置超 7500 亿，政府债配置余额占债券投资的比例较 17 年再提升 5.7pct 至 66.9%，地方债中有近一半集中在专项债。公司通过对国债、尤其是地方政府债的配置，一方面顺应积极的财政政策、支持国家建设，另一方面获得免税效应对利润的贡献。具体看，18 年免税收入 289.7 亿，同比增长 22.4%，近年来增速维持高位，进一步推动了公司有效税率的下行，18 年有效税率收录 19.8%，较 17 年降低 1.4pct。此外，地方政府债投资过程中奠定政府机构客户基础，带来附加业务，债券划拨使用过程中的沉淀资金也利于对公存款增厚。

图表11 债券配置占投资资产的九成



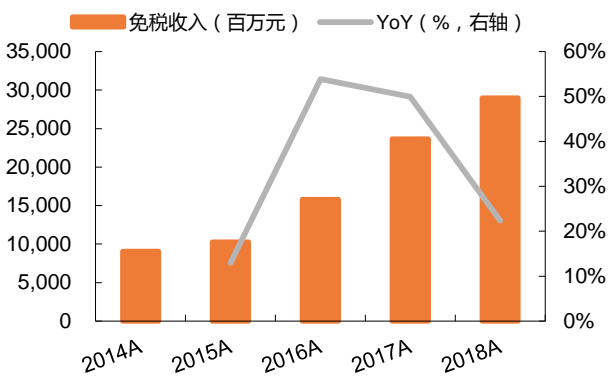
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表12 政府债配置比例逐年提升



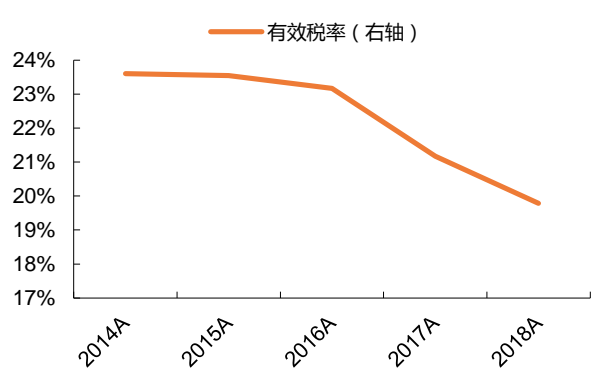
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表13 免税收入增速保持高位



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 公司有效税率逐年下行



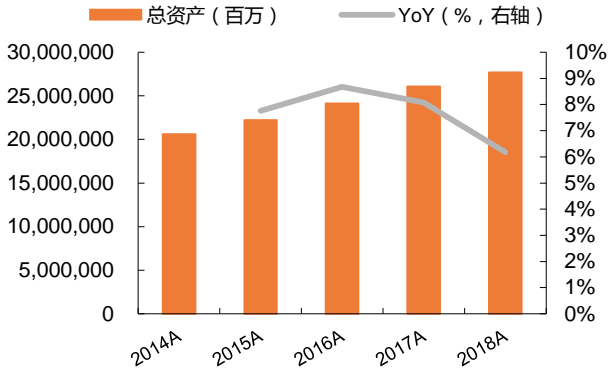
资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2.4 四季度略有缩表，低成本存款增速和占比均提升

资产规模来看，公司全年资产增速 6.18%，较 17 年收窄 1.9 个百分点，相比前三季度较年初扩增 8.1% 的增速，资产增速同比放缓主要来自 Q4 环比缩表 1.77%，主要是负债端压降同业以及核心负债增速放缓。资产结构上看，全年同业业务资负两端分别压降 7.5%、15.4%，而投资资产和应付债券规模较 17 年大幅提升 16.8%、17.3%，如 2.3 节中分析，工行金融投资以债券为主，高流动性低

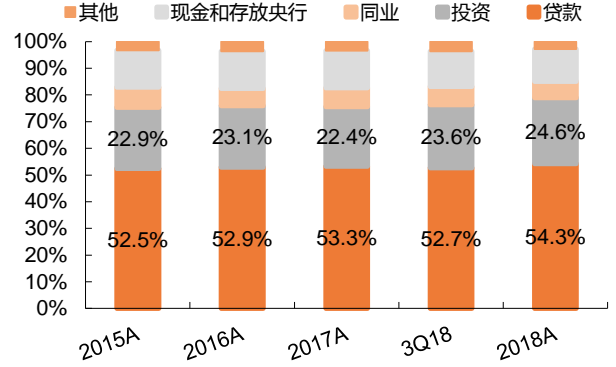
风险的政府债占比高。公司加强信贷投放力度，18年贷款总额较年初增长8.3%，净额占比进一步增至54.3%，其中个贷占比总体提升至36.6%，以按揭贷款为主要投放方向。低息存款稳健增长是支撑信贷大幅投放的因素之一，18年公司存款总额扩增9.44%，在负债端占比同环比分别提升2.7pct、2.2pct至84.4%。存款结构略有定期化趋势，并且零售存款的占比也有所提升。

图表15 资产增速趋缓



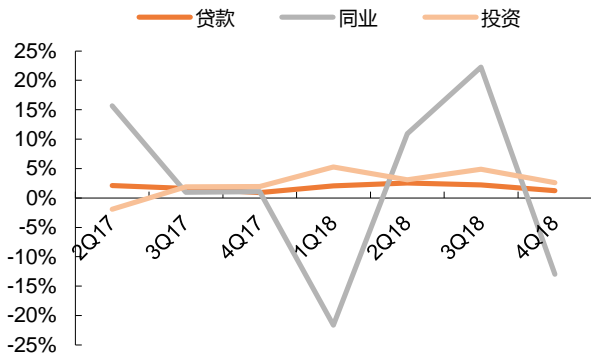
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表16 资产配置向贷款和投资资产倾斜



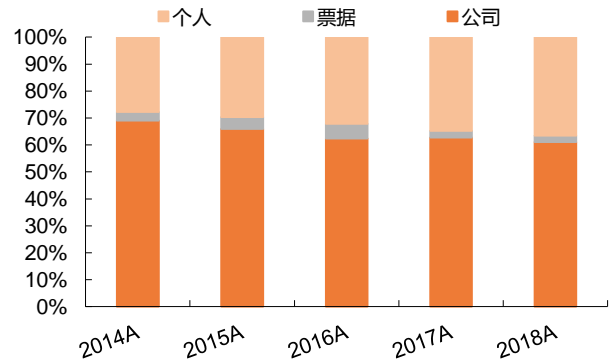
资料来源：公司公告，平安证券研究所；注：占比数据用账面净额测算

图表17 同业资产 Q4 季度环比缩减 13%



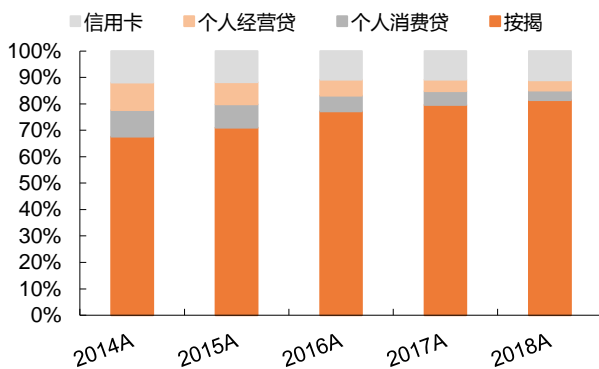
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表18 个贷占比提升



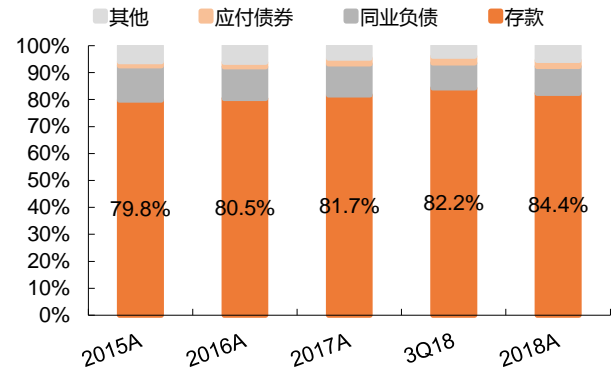
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表19 零售贷款投放以按揭为主，信用卡占比略有提升



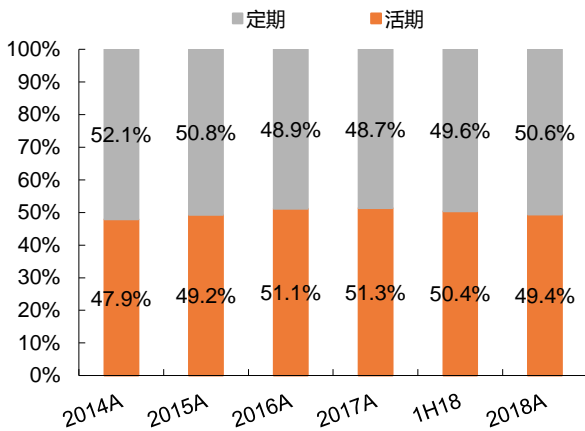
资料来源：公司公告，平安证券研究所；注：不含应计利息

图表20 负债端存款优势显著



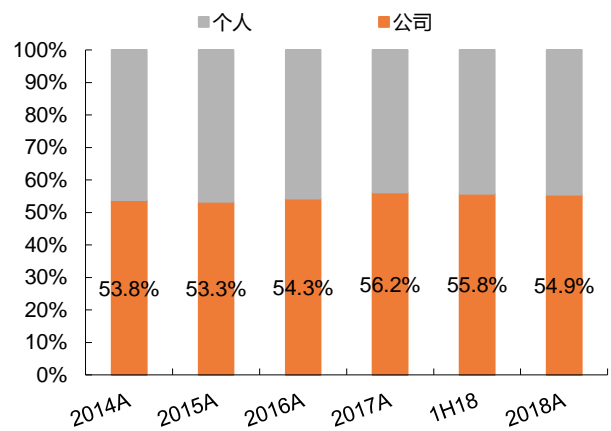
资料来源：公司公告，平安证券研究所；注：不含应计利息

图表21 存款呈现定期化趋势



资料来源：公司公告，平安证券研究所；注：不含应计利息

图表22 18年零售存款占比提升



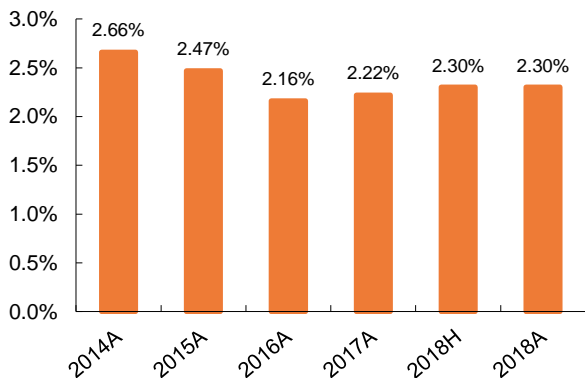
资料来源：公司公告，平安证券研究所；注：不含应计利息

## 2.5 资产端量价齐升，负债端存款成本控制优于同业，全年息差走阔 8BP

公司年报披露的 2018 年息差收录 2.3%，较 17 年提升 8BP，环比持平上半年，整体维持平稳。

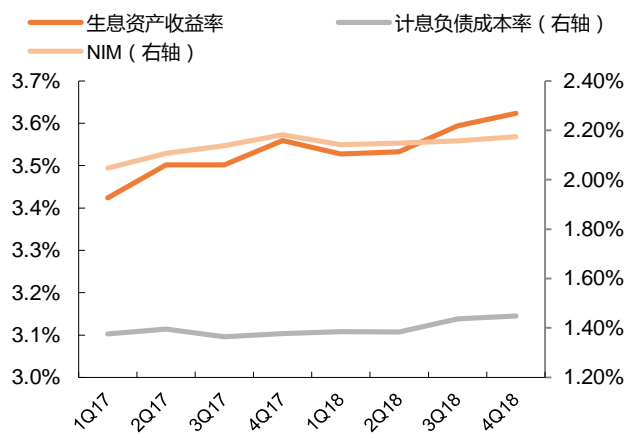
全年看公司息差提升主要源于资产端收益上行 14BP 至 3.81% 弥补了负债端成本率增幅(提升 8BP)，具体看：1) 贷款和投资资产均实现量价齐升，贷款收益率大幅提升 15BP，共同带动资产端收益率上行；2) 工行存款占比高达 80% 以上，负债端优势非常显著。18 年存款付息率仅走高 3BP，成本控制好于同业，拉低主动负债成本率，缓解负债端压力；3) 贷款中各类别贷款定价均有所提升，尤其是票据收益率提升 70BP；存款成本率提升不多主要是零售存款在保持一定增速的同时付息率同比降低 1BP，公司存款成本率也仅提升 3-6BP。经测算 18 年息差逐季提升，且幅度逐步扩大。

图表23 全年息差提升 8BP



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表24 测算息差逐季上行，主要是资产收益率带动



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表25 工商银行资产负债价格汇总

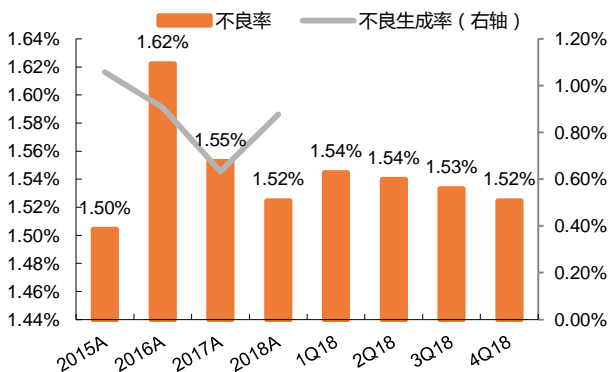
		平均余额占比 (2018A)	平均余额 增速	平均收益率 (2017A)	平均收益率 (2018A)	收益率 增量
生息资产	贷款	58.7%	7.9%	4.23%	4.38%	0.15%
	投资	22.0%	6.8%	3.61%	3.65%	0.04%
	存放央行	12.7%	0.4%	1.54%	1.56%	0.02%
	同业资产	6.5%	-1.4%	3.35%	3.60%	0.25%
	合计	100.0%	6.0%	3.67%	3.81%	0.14%
计息负债	存款	84.6%	5.4%	1.42%	1.45%	0.03%
	同业负债	11.7%	0.0%	2.19%	2.44%	0.25%
	应付债券	3.7%	37.7%	3.28%	3.59%	0.31%
	合计	100.0%	5.6%	1.57%	1.65%	0.08%
贷款	公司贷款	54.9%	5.7%	4.36%	4.44%	0.08%
	零售贷款	33.5%	15.6%	4.32%	4.38%	0.06%
	票据贴现	2.1%	-25.4%	3.94%	4.64%	0.70%
	贷款和垫款	100.0%	7.9%	4.23%	4.38%	0.15%
存款	公司活期	31.0%	8.9%	0.67%	0.70%	0.03%
	公司定期	22.2%	5.8%	2.24%	2.30%	0.06%
	零售活期	19.3%	2.7%	0.39%	0.38%	-0.01%
	零售定期	23.2%	0.9%	2.44%	2.43%	-0.01%
	存款余额	100.0%	5.4%	1.42%	1.45%	0.03%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2.6 资产质量：先行指标持续向好，不良认定严格不良率稳步下行

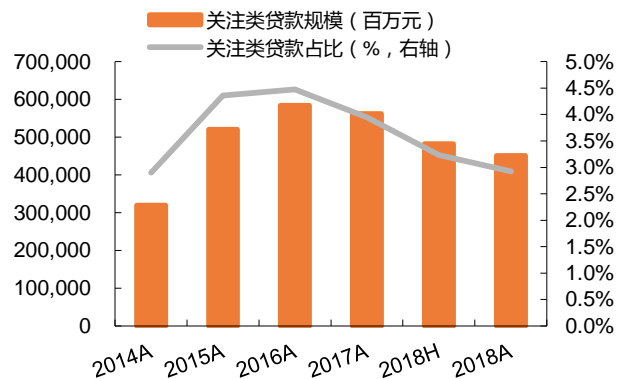
工行资产质量表现优异，18年末不良贷款率1.52%，全年逐季下行，较17年再降3BP。先行指标趋势延续向好，关注类贷款和逾期贷款规模和比例均实现双降，2018年末关注类占比2.92%，较1H18降低31BP，较17年末大幅收降103BP；逾期贷款占比较1H18降低6BP。18年公司加强拨备计提的情况下拨备覆盖率和拨贷比分别收录175.76%、2.68%，较上年末分别提升21.7pct、0.29pct。此外，公司18年强化不良资产的处置力度，全年核销不良贷款1088亿元，同比增幅超50%。

图表26 不良生成率持续低于1%，不良率确立下行趋势



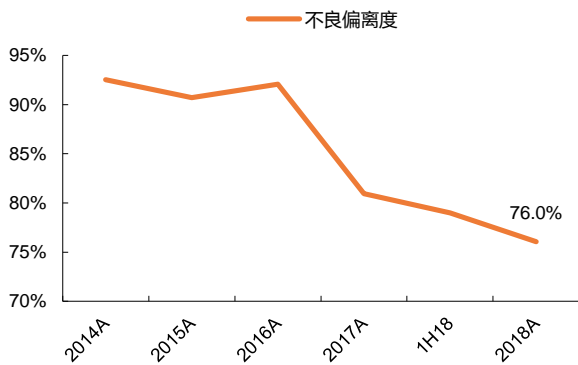
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表27 关注类贷款实现双降



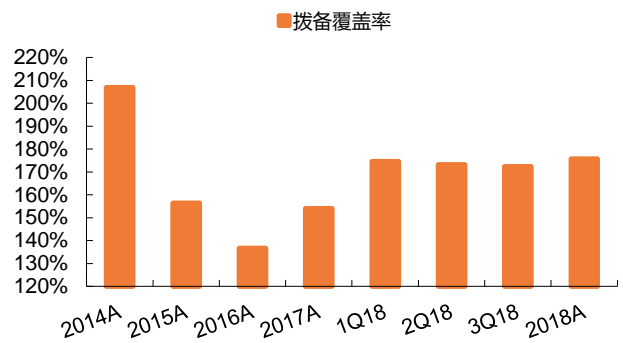
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表28 公司不良认定非常审慎



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表29 拨备覆盖率同比回升至 175.76%



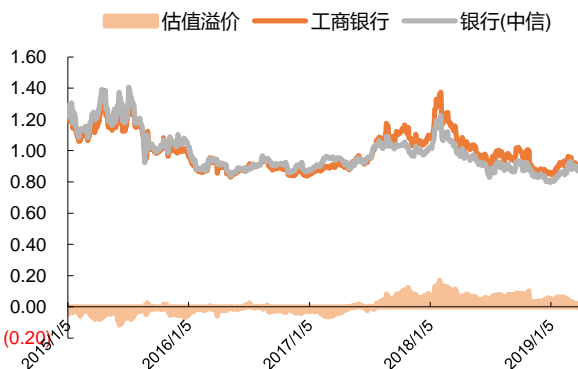
资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 三、投资建议

18年工行的客户基础得到进一步稳固和拓展，客户数再上台阶。业绩稳扎稳打，营收、PPOP均保持在较高增速，业绩基础扎实。具体来看：1) 资产规模稳健增长，贷款实现量价齐升，叠加负债端绝对的存款优势和成本管控，整体息差同比走阔 8BP 且增幅逐季改善；2) 增配政府债的免税效应降低了有效税率，进一步增益盈利；3) 手续费收入增速转负为正；4) 资产质量方面各项指标持续边际改善，先行指标双降，不良下行拨备率提升。

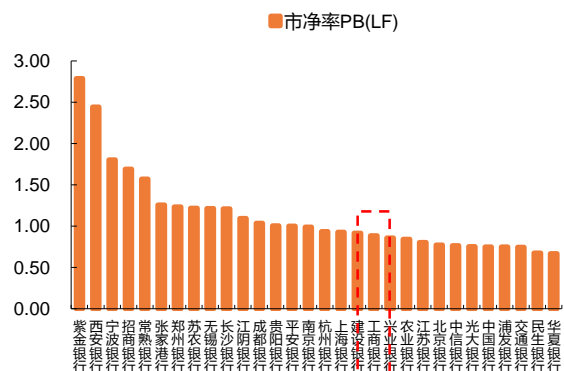
据公司年报公布业绩，考虑到利率市场化和宽货币下行业 19 年普遍面临的息差压力，以及资产质量压力下增提拨备，我们下调公司盈利预测，19/20 年净利增速预测为 4.3%/3.9% (原为 7.8%/11%)。目前股价对应 19/20 年 PB 为 0.81x/0.73x, PE 为 6.5x/6.2x, 结合公司稳健的业绩表现、强大的客群基础和领先的综合优势，我们维持公司“强烈推荐”评级。

图表30 年初以来公司估值略有回升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表31 公司估值业内居中 (截至 3.30)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 四、风险提示

### 4.1 资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露

银行业与国家宏观经济发展息息相关，其资产质量更是受到整体宏观经济发展增速和质量的影响。若宏观经济出现超预期下滑，势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度，从而影响公司利润增速。

### 4.2 政策调控力度超预期

在去杠杆、防风险的背景下，行业监管的广度和深度不断加强，资管新规等一系列政策和监管细则陆续出台，如果整体监管趋势或者在某领域政策调控力度超预期，可能对行业和公司经营稳定性造成不利影响。

### 4.3 市场下跌出现系统性风险

银行股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险整体估值向下，有可能带动行业股价下跌，从而影响公司股价表现。

图表32 工商银行盈利预测

利润表						指标和估值					
百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	百万元; 元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
平均生息资产	24,451,927	26,348,512	28,364,438	30,730,270	33,356,178	ROAA (%)	1.14	1.11	1.08	1.04	1.00
净息差	2.22	2.30	2.25	2.19	2.20	ROAE (%)	13.96	13.36	12.74	12.09	11.53
利息收入	861,594	948,094	1,031,511	1,115,993	1,240,237	每股净资产	5.73	6.30	6.90	7.59	8.41
利息支出	339,516	375,576	417,162	469,955	535,910	EPS	0.79	0.82	0.86	0.89	0.94
净利息收入	522,078	572,518	614,349	646,039	704,327	股利	85823	89316	93137	96751	101552
非息收入						DPS	0.24	0.25	0.26	0.27	0.28
手续费和佣金收入	139,625	145,301	151,840	160,050	173,655	股息支付率	30	30	30	30	30
交易性收入	10,708	3,091	3,091	3,091	3,091	发行股份	356407	356407	356407	356407	356407
其他收入	54,091	52,879	52,879	52,879	52,879						
非息总收入	204,424	201,271	207,810	216,020	229,625						
非息费用						<b>业绩数据</b>					
业务管理费	177,723	185,041	199,378	210,938	226,527	<b>增长率 (%)</b>					
其他费用	51,703	48,186	53,005	58,305	64,136	净利息收入	10.6	9.7	7.3	5.2	9.0
营业税金及附加	7,465	7,781	8,431	9,057	10,015	非利息收入	0.2	(1.5)	3.2	4.0	6.3
非息总费用	236,891	241,008	260,813	278,300	300,678	非利息费用	4.0	1.7	8.2	6.7	8.0
税前利润	364,641	372,413	387,224	407,760	430,327	净利润	2.8	4.1	4.3	3.9	5.0
所得税	77,190	73,690	76,812	85,302	91,870	平均生息资产	8.4	7.8	7.7	8.3	8.5
净利润	286,049	297,676	310,412	322,458	338,457	总付息负债	9.9	6.6	8.0	8.5	8.5
						风险加权资产	13.1	9.9	8.5	10.0	10.9
						<b>营业收入分解 (%)</b>					
<b>资产负债表数据</b>						净利息收入占比	71.9	74.0	74.7	74.9	75.4
总资产	26,087,043	27,699,540	29,853,375	32,330,933	35,054,772	佣金手续费收入占比	19.2	18.8	18.5	18.6	18.6
贷款总额	14,233,448	15,419,905	16,769,385	18,275,309	19,955,750	<b>营业效率 (%)</b>					
客户存款	19,562,936	21,408,934	23,335,738	25,435,954	27,725,190	成本收入比	24.5	23.9	24.3	24.5	24.3
其他付息负债	3,280,283	2,947,619	2,960,082	3,091,642	3,234,913	<b>流动性 (%)</b>					
股东权益	2,127,491	2,330,001	2,544,569	2,790,351	3,081,682	贷款占生息资产比	55.8	56.3	56.7	57.0	57.3
<b>资产质量</b>						期末存贷比	72.8	72.0	71.9	71.8	72.0
不良贷款	220,988	235,084	248,062	262,237	273,673	<b>资本 (%)</b>					
不良率	1.55	1.52	1.48	1.43	1.37	核心一级资本充足率	12.8	13.0	13.1	13.2	13.3
贷款损失拨备	340,482	413,177	482,480	563,810	678,708	一级资本充足率	13.3	13.4	13.5	13.6	13.6
拨备覆盖率	154	176	195	215	248	资本充足率	15.1	15.4	15.4	15.5	15.6
拨贷比	2.39	2.68	2.88	3.09	3.40						
信用成本	124,096	147,347	161,100	162,979	189,925						
信用成本 (%)	0.91	0.99	1.00	0.93	0.99						

资料来源：公司财报、平安证券研究所



## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033