

工商银行(601398)/银行

**工商银行1季报详细解读：
资产质量扎实，业绩平稳高增**
评级：增持(维持)

市场价格：

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn
研究助理：邓美君

电话：

Email: dengmj@r.qlzq.com.cn
研究助理：贾靖

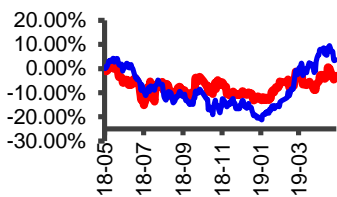
电话：

Email: jjajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	356,406
流通股本(百万股)	269,612
市价(元)	5.80
市值(百万元)	2,003,931
流通市值(百万元)	1,563,751

股价与行业-市场走势对比



■ 工商银行 ■ 沪深300

相关报告

- 1 详细解读工商银行2018年年报：持续稳健向上，未来综合金融发力
- 2 工商银行3季报解读：资产质量扎实，稳健前行

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入(百万元)	640684	674799	725603	785555	844677
增长率 yoy%	-3.90	5.32	7.53	8.26	7.53
净利润	278249	286049	297676	310690	326038
增长率 yoy%	0.40	2.80	4.06	4.37	4.94
每股收益(元)	0.77	0.79	0.82	0.86	0.90
净资产收益率	14.76	13.95	13.32	12.67	12.14
P/E	7.55	7.34	7.05	6.75	6.43
PEG	-	-	-	-	-
P/B	1.10	1.01	0.92	0.83	0.76

备注：

投资要点

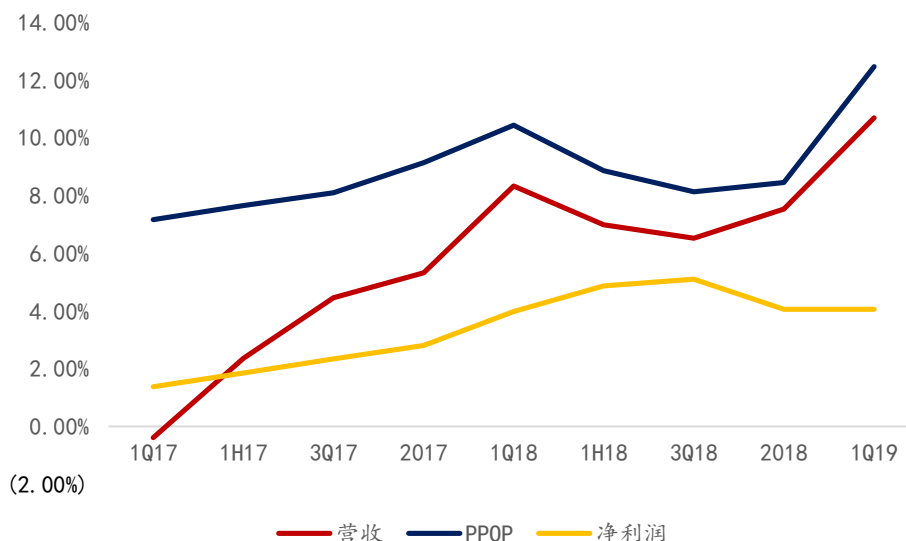
- **季报亮点：**1、资产质量持续改善，不良率环比下降1bp至1.51%、单季年化不良净生成下降17bp至0.78%。2、1季度业绩在高基数仍保持了较高增速，营收和PPOP实现两位数增长，分别同比11%、13%。3、净手续费收入增速在4季度稍有放缓的基础上1季度增速再度走阔至10.9%。主要是在结算类，特别是第三方支付方面增长较快；此外代销业务（代销基金、保险）1季度也实现了较高增长。4、成本管控良好。单季年化成本收入比较去年同期下降1.6个百分点至19.14%。业务管理费同比增长2.2%。**季报不足：**核心一级资本充足率环比下降。1Q19核心一级资本充足率环比下降14bp。
- 1季度业绩在高基数仍保持了较高增速，营收和PPOP实现两位数增长。1Q18-1Q19 营收、拨备前利润、归母净利润同比增长 8.3%/7%/6.5%/7.5%/10.7%、10.4%/8.9%/8.1%/8.5%/12.5%、4%/4.9%/5.1%/4.1%/4.1%。
- 1Q19 业绩同比增长拆分：规模高增为主要驱动。正向贡献业绩因子为规模、非息、成本、税收。负向贡献因子为息差、拨备。边际贡献增强的是：1、规模较快增长。2、非息转为正向贡献。3、成本节约与税收优惠对业绩正向贡献增强。边际贡献减弱的是：1、息差转为负向贡献。2、拨备计提力度加大，负向贡献增强。
- **投资建议：**公司2018、2019E PB 0.92X/0.83X；PE 7.05X/6.75X（国有银行 PB 0.87X/0.77X；PE 6.85X/6.55X），公司基本面稳健扎实，资产质量持续改善、盈利能力平稳高增，管理层优秀，继续看好。
- **风险提示：**宏观经济面临下行压力，公司存款竞争面临压力，业绩经营不及预期。

- **季报亮点：**1、资产质量持续改善，不良率环比下降 1bp 至 1.51%、单季年化不良净生成下降 17bp 至 0.78%。2、1 季度业绩在高基数仍保持了较高增速，营收和 PPOP 实现两位数增长，分别同比 11%、13%。3、净手续费收入增速在 4 季度稍有放缓的基础上 1 季度增速再度走阔至 10.9%。主要是在结算类，特别是第三方支付方面增长较快；此外代销业务（代销基金、保险）1 季度也实现了较高增长。4、成本管控良好。单季年化成本收入比较去年同期下降 1.6 个百分点至 19.14%。业务管理费同比增长 2.2%。**季报不足：**核心一级资本充足率环比下降。1Q19 核心一级资本充足率环比下降 14bp。

业绩增速保持向上

- 1 季度业绩在高基数仍保持了较高增速，营收和 PPOP 实现两位数增长。1Q18-1Q19 营收、拨备前利润、归母净利润同比增长 8.3%/7%/6.5%/7.5%/10.7%、10.4%/8.9%/8.1%/8.5%/12.5%、4%/4.9%/5.1%/4.1%/4.1%。

图表：工商银行业绩同比增速



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **1Q19 业绩同比增长拆分：**规模高增为主要驱动。正向贡献业绩因子为规模、非息、成本、税收。负向贡献因子为息差、拨备。边际贡献增强的是：1、规模较快增长。2、非息转为正向贡献。3、成本节约与税收优惠对业绩正向贡献增强。边际贡献减弱的是：1、息差转为负向贡献。2、拨备计提力度加大，负向贡献增强。

图表：工商银行业绩增长拆分（累积同比）

	1Q18	1H18	1-3Q18	2018	1Q19
规模增长	7.5%	8.0%	9.1%	7.8%	9.0%
净息差扩大	4.8%	2.6%	1.2%	1.9%	-0.8%
非息收入	-4.0%	-3.7%	-3.8%	-2.1%	2.5%
成本	2.1%	1.9%	1.6%	0.9%	1.8%
拨备	-7.6%	-8.5%	-6.8%	-6.3%	-10.6%
税收	1.1%	4.2%	3.5%	1.8%	2.7%

来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：工商银行业绩增长拆分（单季环比）

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
规模增长	1.4%	2.3%	3.2%	1.2%	2.0%
净息差扩大	-2.1%	0.3%	0.7%	0.8%	-2.5%
非息收入	8.6%	-5.1%	-3.5%	2.6%	8.6%
成本	22.8%	-2.5%	-3.3%	-13.8%	26.2%
拨备	10.6%	-1.0%	6.8%	-14.4%	2.2%
税收	-5.9%	9.2%	-6.5%	-2.7%	4.6%

来源：公司财报，中泰证券研究所

资产质量扎实

- 资产质量持续改善，多维度进行分析。1、不良维度——不良率环比下降、单季年化不良净生成有所下降。1季度工行不良率 1.51%、环比下降 1bp，连续十一个季度下降。同时单季年化不良净生成持续降低，环比减少 0.17%，为 0.78%。2、拨备维度——风险抵补能力持续增强。1季度拨覆盖率 185.6%、拨贷比 2.8%，分别较年初提升 10.1%、0.12%。

图表：工商银行资产质量情况

	1Q18	1H18	3Q18	2018	1Q19	环比变动	同比变动
不良维度							
不良率	1.54%	1.54%	1.53%	1.52%	1.51%	-0.01%	
不良净生成率（单季年化）	0.75%	1.11%	0.86%	0.95%	0.78%	-0.17%	0.03%
不良净生成率（累计年化）	0.75%	0.86%	0.88%	0.86%	0.78%	-0.08%	0.03%
不良核销转出率	40.98%	47.26%	48.53%	49.22%	42.34%	-6.88%	
关注类占比	N.A.	3.23%	3.08%	2.92%	N.A.		
(关注+不良)/贷款总额	N.A.	4.77%	4.61%	4.45%	N.A.		
逾期维度							
逾期率	N.A.	1.81%	N.A.	1.75%	N.A.		
逾期 90 天以上/贷款总额	N.A.	1.22%	N.A.	1.16%	N.A.		
逾期/不良	N.A.	117.23%	N.A.	114.82%	N.A.		
逾期 90 天以上/不良贷款余额	N.A.	78.98%	N.A.	76.05%	N.A.		
拨备维度							
信用成本（累积）	N.A.	1.06%	0.98%	0.99%	N.A.		
拨备覆盖率	174.51%	173.21%	172.45%	175.76%	185.85%	10.09%	
拨备/贷款总额	2.70%	2.67%	2.64%	2.68%	2.80%	0.12%	

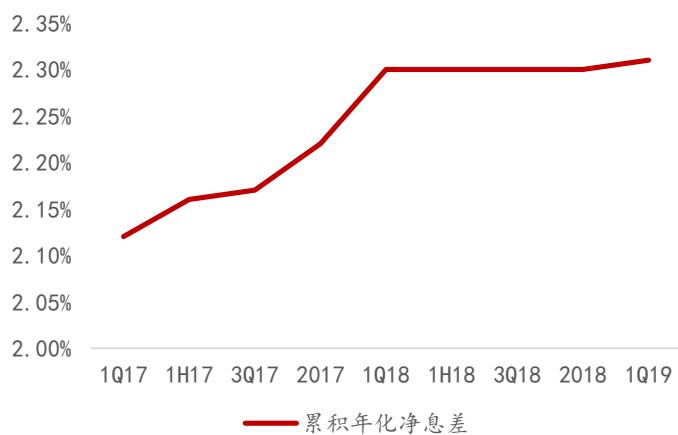
资料来源：公司财报，中泰证券研究所

净利息环比下降 0.5%：测算单季年化净息差环比下降 5bp

- 净利息收入环比下降 0.5 个百分点左右，其中生息资产规模环比增长 5 个点，我们测算的单季年化净息差环比下降 5bp，公司披露的日均数环比上升 1bp，预计公司计算口径或有调整。测算的净息差回落主要由资

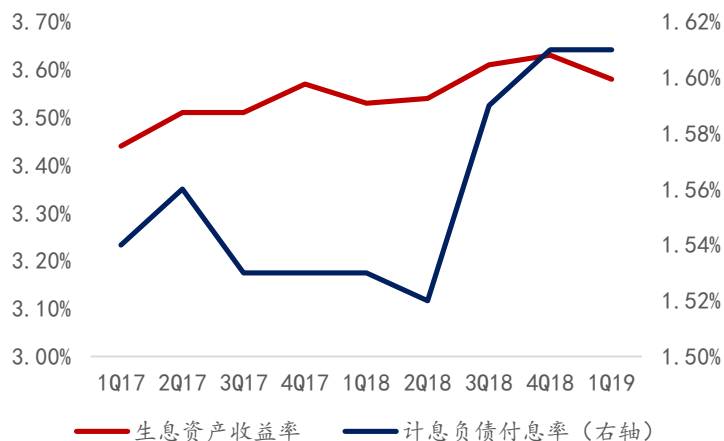
产端收益率下行拖累，生息资产收益率环比下降 5bp，负债端付息率基本持平。资产端收益率下行预计由资产溢价能力下降与普惠多投共同导致。

图表：工商银行累计年化日均净息差



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：工商银行收益付息率（单季年化）



来源：公司财报，中泰证券研究所

资产负债细拆：1 季度资产负债规模高增

- 1 季度公司资产负债高增：传统存贷增长迅猛，流动性宽松下、同业也增加较多。**资产端：1、对公在 4 季度低基数环比高增，个贷保持一贯高增速，票据则有所压降。2、债券投资环比高增，预计地方债多增。3、流动性宽松下，存放央行、同业资金融出也增加较多。负债端：1 季度存款增长良好，存款占比计息负债环比上升 0.3 个百分点至 86.9% 高位。

图表：工商银行资产负债增速及结构

	环比增速					占比				
	1Q18	1H18	3Q18	2018	1Q19	1Q18	1H18	3Q18	2018	1Q19
资产										
贷款	2.4%	2.5%	2.2%	1.0%	3.3%	56.6%	56.3%	55.7%	56.7%	55.9%
--企业贷款	2.3%	2.1%	1.2%	-0.3%	3.7%	35.6%	35.2%	34.5%	34.7%	34.3%
--个人贷款	3.8%	3.4%	3.5%	2.6%	3.3%	20.0%	20.0%	20.0%	20.7%	20.4%
--票据	-18.2%	-2.6%	13.5%	14.8%	-6.9%	1.1%	1.1%	1.2%	1.3%	1.2%
债券投资	6.9%	1.7%	4.7%	3.1%	5.4%	23.9%	23.6%	23.9%	24.9%	25.0%
存放央行	0.7%	5.3%	-2.6%	-9.6%	6.8%	13.9%	14.1%	13.3%	12.2%	12.4%
同业资产	-21.6%	10.9%	22.3%	-13.0%	14.7%	5.6%	6.0%	7.1%	6.2%	6.8%
生息资产合计	1.4%	3.2%	3.3%	-0.9%	5.0%					
负债										
存款	3.3%	3.1%	2.4%	-0.6%	5.5%	86.4%	86.2%	85.8%	86.6%	86.9%
--活期存款	-0.3%	5.4%	-1.3%	0.8%	4.5%	42.2%	43.0%	41.3%	42.2%	42.0%
--定期存款	7.8%	1.1%	5.6%	-2.0%	7.0%	43.2%	42.3%	43.5%	43.2%	44.1%
发债	-1.7%	10.5%	7.9%	4.0%	8.0%	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%	4.0%
同业负债	-12.3%	2.8%	4.7%	-10.3%	-0.2%	10.3%	10.3%	10.5%	9.5%	9.0%
计息负债合计	1.2%	3.3%	2.8%	-1.4%	5.1%					

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

净非息：中收与净其他非息均实现高增

- 净非息受中收和净其他非息收入的共同带动，同比+18.3%**（为2013年底来的最高增速），占比营收比例上升5.5个百分点至26.6%。**1、净手续费收入增速在4季度稍有放缓的基础上1季度增速再度走阔至10.9%**。主要是在结算类，特别是第三方支付方面增长较快；此外代销业务（代销基金、保险）1季度也实现了较高增长。**2、净其他非息收入**同比101.1%，主要是收入端公允价值变动和汇兑收益变动较多，另我们净其他非息中扣减了其他业务成本，这一项1Q19增长也较多，同比增39.47亿。

其他：费用增速保持在低位

- 成本管控良好**。单季年化成本收入比较去年同期下降1.6个百分点至19.14%。业务管理费同比增长2.2%。
- 核心一级资本充足率环比下降**。1Q19核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为12.84%、13.28%、15.49%，环比上升-14、-17、10bp。风险加权资产环比+4.9%，增速有一定提高（2018环比-1.1%）。
- 前十大股东变动情况：1、增持：陆股通增持8069万股。2、减持：香港中央结算(代理人)有限公司、中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001沪、中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002沪分别减持117万股、0.03%、0.11%至0.18%、0.17%。**

- **投资建议：**公司 2018、2019E PB 0.92X/0.83X； PE 7.05X/6.75X（国有银行 PB 0.87X/0.77X； PE 6.85X/6.55X），公司基本面稳健扎实，资产质量持续改善、盈利能力平稳高增，管理层优秀，继续看好。
- **风险提示：**宏观经济面临下行压力，公司存款竞争面临压力，业绩经营不及预期。

图表：工商银行盈利预测表

每股指标	2016A	2017A	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E
PE	7.34	7.05	6.75	6.43	净利息收入	522,078	572,518	625,594	678,392
PB	1.01	0.92	0.83	0.76	手续费净收入	139,625	145,301	152,566	158,669
EPS	0.79	0.82	0.86	0.90	营业收入	674,799	725,603	785,555	844,677
BVPS	5.73	6.30	6.95	7.61	业务及管理费	(177,723)	(185,041)	(202,673)	(217,927)
每股股利	0.24	0.25	0.26	0.27	拨备前利润	492,410	534,007	571,426	614,451
盈利能力	2016A	2017A	2018E	2019E	拨备	(127,769)	(161,594)	(176,424)	(194,359)
净息差	2.14%	2.18%	2.16%	2.12%	税前利润	364,641	372,413	395,002	420,092
贷款收益率	4.20%	4.31%	4.32%	4.32%	税后利润	287,451	298,723	312,052	327,671
生息资产收益率	3.54%	3.61%	3.63%	3.61%	归属母公司净利润	286,049	297,676	310,690	326,038
存款付息率	1.41%	1.38%	1.47%	1.50%	资产负债表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E
计息负债成本率	1.55%	1.58%	1.64%	1.67%	贷款总额	14,233,448	15,458,863	16,618,278	17,781,557
ROAA	1.14%	1.11%	1.05%	0.99%	债券投资	5,756,704	6,754,692	7,970,537	8,927,001
ROAE	13.95%	13.32%	12.67%	12.14%	同业资产	1,834,242	1,696,498	1,866,148	2,052,763
成本收入比	26.34%	25.50%	25.80%	25.80%	生息资产	25,363,052	27,212,582	30,674,663	33,360,795
业绩与规模增长	2016A	2017A	2018E	2019E	资产总额	26,087,043	27,699,540	31,645,387	34,541,858
净利息收入	10.65%	9.66%	9.27%	8.44%	存款	19,226,349	21,408,934	23,442,783	25,552,633
营业收入	5.32%	7.53%	8.26%	7.53%	同业负债	2,753,343	2,329,777	2,679,244	2,947,168
拨备前利润	9.14%	8.45%	7.01%	7.53%	发行债券	787,187	959,196	1,198,995	1,318,895
归属母公司净利润	2.80%	4.06%	4.37%	4.94%	计息负债	22,766,879	24,697,907	27,321,021	29,818,696
净手续费收入	-3.69%	4.07%	5.00%	4.00%	负债总额	23,945,987	25,354,657	29,064,916	31,722,017
贷款余额	9.01%	8.61%	7.50%	7.00%	股本	356,407	356,407	356,407	356,407
生息资产	8.59%	7.29%	12.72%	8.76%	归属母公司股东权益	2,127,491	2,330,001	2,562,612	2,798,411
存款余额	7.86%	11.35%	9.50%	9.00%	所有者权益总额	2,141,056	2,344,883	2,580,470	2,819,841
计息负债	8.37%	8.48%	10.62%	9.14%	资本状况	2016A	2017A	2018E	2019E
资产质量	2016A	2017A	2018E	2019E	资本充足率	15.14%	15.39%	15.24%	15.00%
不良率	1.55%	1.52%	1.55%	1.57%	核心资本充足率	12.77%	12.98%	13.05%	13.01%
拨备覆盖率	154.35%	176.25%	183.18%	193.10%	杠杆率	12.18	11.81	12.26	12.25
拨贷比	2.39%	2.67%	2.84%	3.02%	RORWA	1.89%	1.81%	1.73%	1.65%
不良净生成率	0.62%	0.86%	0.91%	0.90%	风险加权系数	60.96%	62.07%	59.76%	60.22%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。