

# 工商银行 (601398)

 证券研究报告  
 2019年05月01日

## 营收增速创近年新高，资本补充力度较足

**事件:**4月29日,工商银行披露19年一季度报。营收2355.0亿元, YOY +19.42%; 拨备前利润1950.0亿元, YOY +23.92%; 归母净利润820.1亿元, YOY +4.06%; ROE 年化为14.35%; 不良率1.51%, 拨备覆盖率185.9%。

**点评:**

**营收及 PPOP 增速均创 1Q12 以来新高, 成本收入比下降**

**营收增速大幅回升。**1Q19 营收 YoY +19.4%(对比 1Q18 仅为 4.05%), 创 1Q12 以来的新高, 与“四万亿”中后期的 1Q10 的 19.8%接近。实际上, 工行季度营收增速在 1Q11 达到 30.3%的高点后, 一季度的营收增速就再没有超过 16%。该增速意味着 383.0 亿的增量。其中, **净利息收入稳健增长**, 增速 8.16%, 若将其与其他非息收入合并看待, 则增速达 21.7%。**中收显著回暖。**工行中收基础较好, 尽管 18 年有资管新规和股市低迷的影响, 中收仍录得 4.1%的正增长。1Q19 中收增速回升至 10.9%, 或受益于理财回暖和股市走牛。**拨备前利润 YOY +23.9%** (1Q18 仅 4.2%), 也达到了 12Q1 以来的新高。19Q1 **成本收入比**为 16.41%, 较 1Q18 下降 2.8pct, 低于其他 5 家大行。

**宽信用下资产端扩张较快, 存款保持较高增速**

**贷款稳步扩张。**1Q19 贷款 YOY +9.4%, 较上年同期提升 2.1pct, 在基数较大的情况下仍保持稳健的增速。**投资增速维持在较高水平。**在宽信用政策引导下, 工行 18H2 投资增速已较 18H1 显著回升, 19Q1 保持在较高水平, 达 +15.7%, 高于 1Q18 达 7.1pct。**对公贷款增速提升更显著。**对公贷款 YOY +7.18%, 较 1Q18 上升 4.48 pct; 而个贷增速较 1Q18 下降 3.06 pct, 或与加大对小微及民企信贷投放、且被要求 18Q4 小微贷款利率比一季度下降 1 pct 有关。**净息差亦受此影响**, 1Q19 年化达 2.31%, 同比上行仅 1BP。**存款增速维持高位。**1Q19 存款余额 YOY +9.53%, 基本保持稳定, 存款占计息负债比重较 1Q18 微幅上升 0.73pct 至 88%, 负债结构进一步改善。

**资产质量持续向好, 未来资本补充力度较足**

**不良率连续下降, 拨备计提愈加充足。**1Q19 不良率为 1.51%, 较上年末下降 1BP, 已连续 9 个季度下降; 拨备覆盖率 185.9%, 较上年末提高 10.1pct, 自 16 年来保持稳步上升趋势。**未来资本补充力度较足。**19Q1 末核心/一级资本充足率较 18 年末下降 14/17BP。工行已于 19 年 3 月、4 月分别发行 550 亿二级资本债, 可补充二级资本。募资不超过 700 亿的优先股方案, 已在 4 月获得银保监会批复; 3 月底董事会决议, 拟发行不超过 800 亿的永续债, 可用于补充其他一级资本。若上述方案成功发行, 资本或将更加充裕。

**投资建议: 营收增速创近年新高, 混业大趋势中或受益**

资产端扩张较快, 营收在高基数下增速仍大幅提升。**资产质量担忧或不大**, 未来资本补充力度较足。预计 19-21 年净利润增速为 5.8%/6.5%/7.1%, 对应 EPS 为 0.88/0.94/1.01, 工行估值低且年初至今涨幅小, 混业经营大趋势或受益, 且货币政策微调有利于其资产端收益率提升。上调目标估值为 1.1 倍 19 年 PB, 目标价 7.89 元/股, **维持增持评级。**

**风险提示:** 民企/小微指标使息差和资产质量承压; 宏观环境不确定性加强。

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	7265	7738	8441	8999	9652
增长率(%)	7.5	6.5	9.1	6.6	7.3
归属母公司股东净利润(亿元)	2860	2977	3149	3353	3593
增长率(%)	2.8	4.1	5.8	6.5	7.1
每股收益(元)	0.80	0.84	0.88	0.94	1.01
市盈率(P/E)	7.24	6.96	6.58	6.18	5.76
市净率(P/B)	1.01	0.92	0.81	0.72	0.64

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	银行/银行
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	5.81 元
目标价格	7.89 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)	1,566,446.95
流通 A 股市值(百万元)	1,566,446.95
每股净资产(元)	6.53
资产负债率(%)	91.69
一年内最高/最低(元)	6.15/5.05

### 作者

<b>廖志明</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070001	
liaozhiming@tfzq.com	
<b>余金鑫</b>	联系人
yujinxin@tfzq.com	

### 股价走势



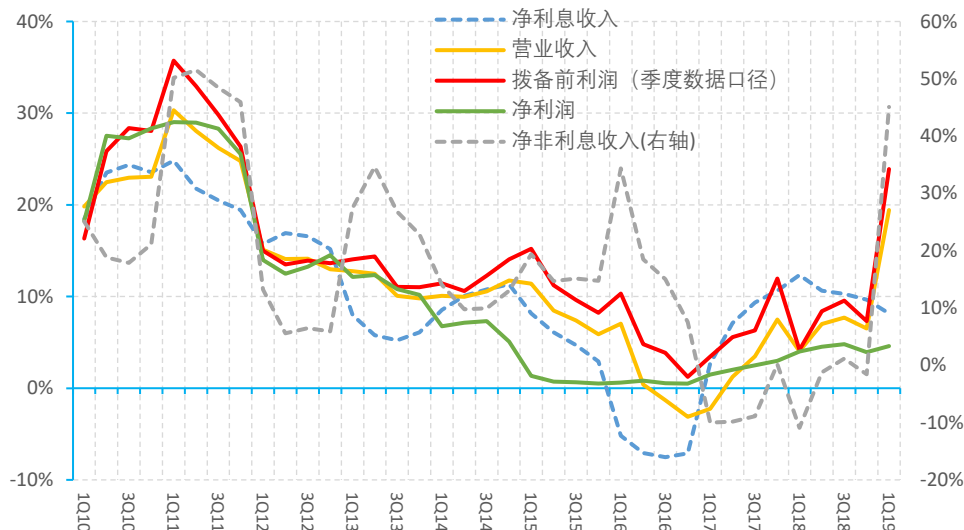
资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《工商银行-年报点评报告:基本面稳健, 资产质量持续向好》2019-03-29
- 《工商银行-季报点评:手续费增速喜人, 存款成绩亮眼》2018-11-01
- 《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

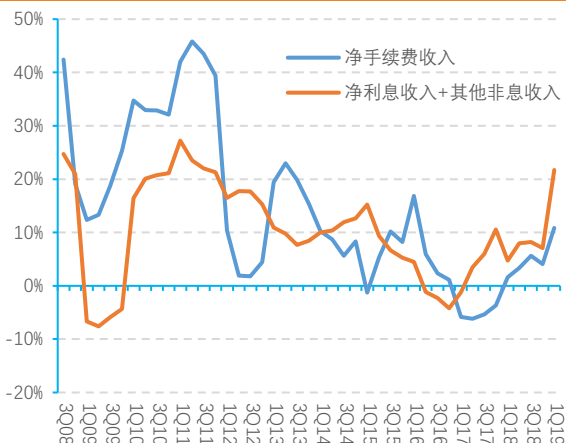


图 1：营收利润整体增长形势良好，非息收入增速提升迅猛



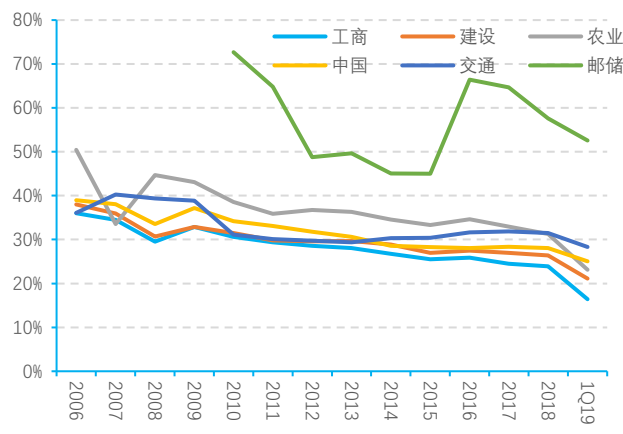
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 2：净利息收入和其他非息收入合并后增速非常可观



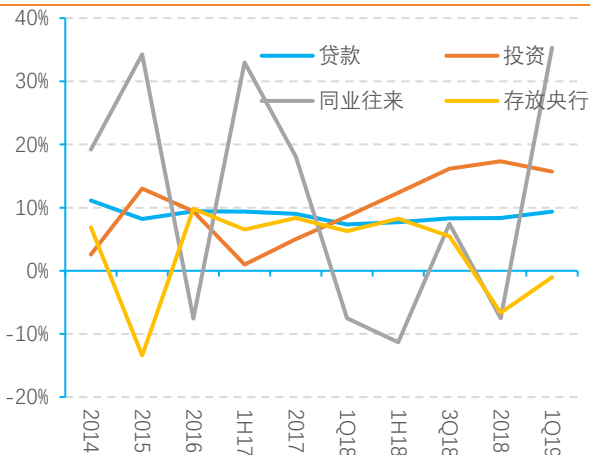
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 3：1Q19 工行成本收入比显著下降，低于其他 5 家大行



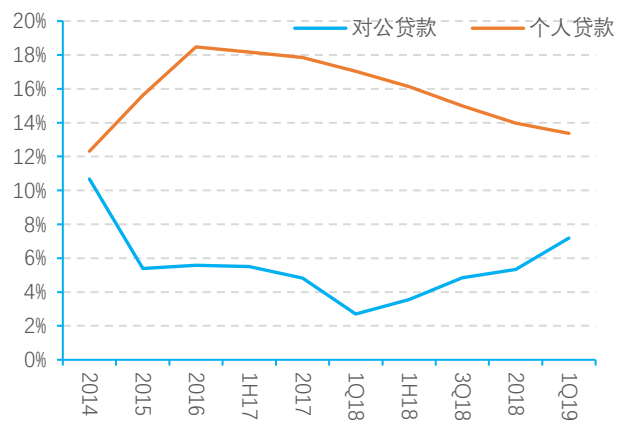
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 4：1Q19 贷款增速稳中有升、投资维持 18H2 的较高增速水平



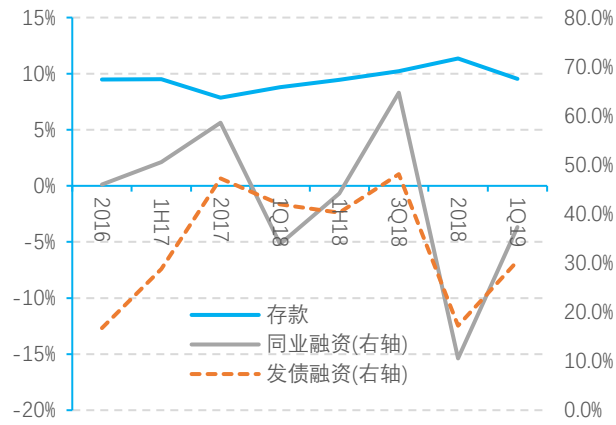
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：对公/个贷增速——19Q1 对公贷款增速提升更为显著



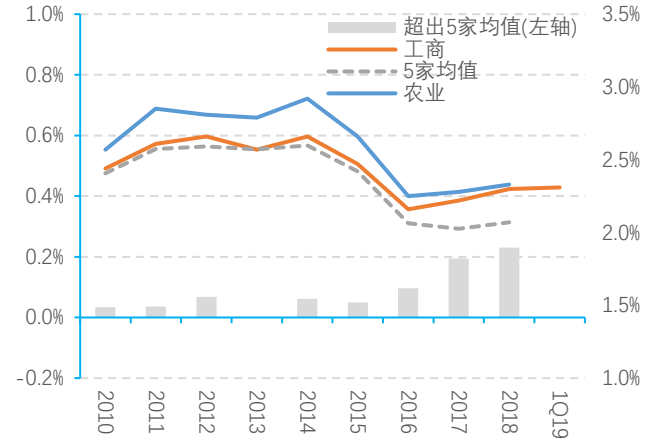
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：计息负债端同比增速——存款增速维持在较高水平



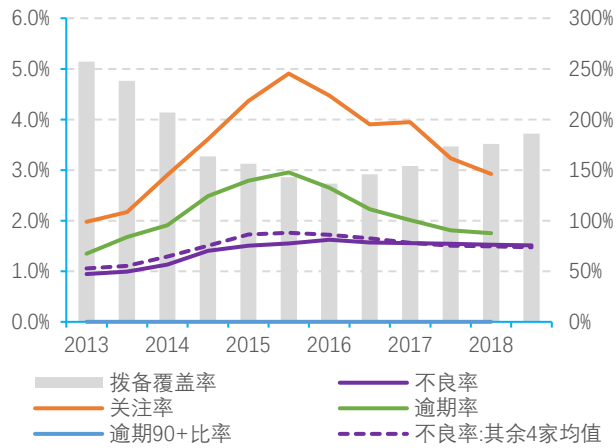
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 7：18 年工行净息差相比其他 5 家均值有优势，1Q19 基本持平



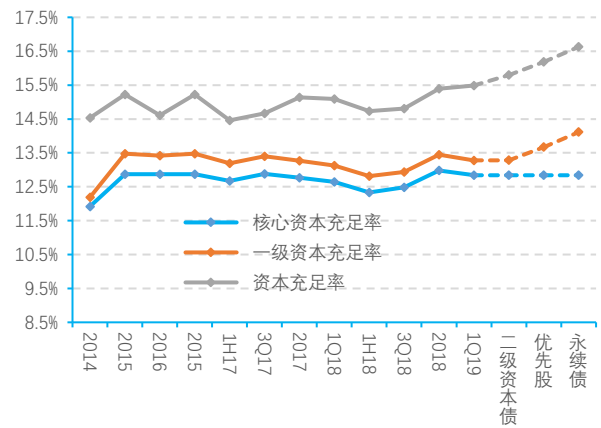
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 8：拨备覆盖率自 16 年起增长，但仍低于其余大行平均水平



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 9：工行未来资本补充力度较足——二级资本债/优先股/永续债



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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	5221	5725	6348	6801	7344	净利润增速	2.8%	4.1%	5.8%	6.5%	7.1%
手续费及佣金	1396	1453	1504	1579	1690	拨备前利润增速	12.0%	7.3%	11.6%	7.7%	8.4%
其他收入	648	560	589	619	618	税前利润增速	0.4%	2.1%	6.1%	12.2%	7.2%
营业收入	7265	7738	8441	8999	9652	营业收入增速	7.5%	6.5%	9.1%	6.6%	7.3%
营业税及附加	(75)	(78)	(51)	(54)	(58)	净利息收入增速	10.6%	9.7%	10.9%	7.1%	8.0%
业务管理费	(1777)	(1850)	(1906)	(1963)	(2022)	手续费及佣金增速	-3.7%	4.1%	3.5%	5.0%	7.0%
拨备前利润	5413	5810	6485	6982	7572	营业费用增速	1.5%	4.1%	3.0%	3.0%	3.0%
计提拨备	(1278)	(1616)	(1967)	(1867)	(1997)	<b>规模增长</b>					
税前利润	3646	3724	3952	4434	4754	生息资产增速	8.6%	7.1%	7.7%	8.5%	8.4%
所得税	(772)	(737)	(790)	(1064)	(1141)	贷款增速	9.0%	8.3%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润	2860	2977	3149	3353	3593	同业资产增速	18.1%	-7.5%	1.0%	10.0%	10.0%
<b>资产负债表</b>						证券投资增速	5.0%	17.3%	11.0%	12.0%	10.0%
贷款总额	142334	154199	168077	183204	199692	其他资产增速	-0.5%	-11.8%	-7.8%	-18.6%	-41.5%
同业资产	18342	16965	17135	18848	20733	计息负债增速	8.3%	8.2%	6.9%	7.5%	6.9%
证券投资	57567	67547	74977	83974	92372	存款增速	7.9%	11.4%	8.0%	8.0%	7.0%
生息资产	253631	271736	292553	317420	344191	同业负债增速	5.6%	-15.4%	-5.0%	2.0%	5.0%
非生息资产	10645	9391	8663	7052	4123	股东权益增速	8.1%	9.5%	13.3%	12.5%	11.9%
总资产	260870	276995	296325	319022	342258	<b>存款结构</b>					
客户存款	192263	214089	231216	249714	267194	活期	51.4%	48.3%	48.28%	48.28%	48.28%
其他计息负债	32803	29476	29054	30120	31854	定期	47.1%	49.4%	49.42%	49.42%	49.42%
非计息负债	14394	9981	9482	9292	9757	其他	1.5%	2.3%	2.30%	2.30%	2.30%
总负债	239460	253547	269752	289127	308804	<b>贷款结构</b>					
股东权益	21411	23449	26573	29896	33453	企业贷款(不含贴现)	62.8%	61.1%	61.08%	61.08%	61.08%
<b>每股指标</b>						个人贷款	34.7%	36.6%	36.55%	36.55%	36.55%
每股净利润(元)	0.80	0.84	0.88	0.94	1.01	<b>资产质量</b>					
每股拨备前利润(元)	1.52	1.63	1.82	1.96	2.12	不良贷款率	1.55%	1.52%	1.50%	1.45%	1.42%
每股净资产(元)	5.73	6.30	7.17	8.10	9.09	正常	94.50%	95.55%	97.13%	97.18%	97.23%
每股总资产(元)	73.19	77.72	83.14	89.51	96.03	关注	3.95%	2.92%	2.87%	2.82%	2.77%
P/E	7.24	6.96	6.58	6.18	5.76	次级	0.57%	0.71%			
P/PPOP	3.83	3.56	3.19	2.97	2.73	可疑	0.76%	0.59%			
P/B	1.01	0.92	0.81	0.72	0.64	损失	0.22%	0.23%			
P/A	0.08	0.07	0.07	0.06	0.06	拨备覆盖率	154.07%	175.76%	193.60%	205.63%	213.89%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
净息差(NIM)	2.22%	2.30%	2.25%	2.23%	2.22%	资本充足率	15.14%	15.39%	15.42%	15.44%	15.44%
净利差(Spread)	2.10%	2.16%	2.21%	2.24%	2.27%	核心资本充足率	12.77%	12.98%	13.19%	13.37%	13.53%
贷款利率	4.23%	4.38%	4.46%	4.51%	4.56%	资产负债率	91.79%	91.53%	91.03%	90.63%	90.23%
存款利率	1.42%	1.45%	1.51%	1.55%	1.59%	<b>其他数据</b>					
生息资产收益率	3.67%	3.81%	3.91%	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	1.57%	1.65%	1.70%	1.74%	1.78%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	1.14%	1.11%	1.10%	1.10%	1.09%						
ROAE	14.58%	13.89%	13.12%	12.33%	11.73%						
拨备前利润率	2.16%	2.16%	2.26%	2.27%	2.29%						

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