

2019年05月07日

工商银行 (601398.SH)

息差表现平稳，不良趋势稳中向好

—工商银行2018年报点评

- **业绩概述：**工商银行2018年报表现符合预期。
- **息差比较坚挺。**根据公告信息，工行2018年全年的净息差都维持在2.30%。拆分工行2018年上半年和下半年各类生息资产和计息负债的利率及结构变化，生息资产的结构变化不大，下半年主要是贷款利率上行14bp带动生息资产收益率上行8个bp；计息负债方面，存款成本上升6个bp，占比有所下降，而成本明显下降的同业负债及发行债券占比提升。
- **存款优势明显。**工行无论是企业存款还是个人存款，利率上行幅度都要明显小于同业。此外，工行绝对付息率更低的企业存款和活期存款占比下半年较上半年还是提升的。
- **手续费收入**依靠银行卡手续费和结算与清算手续费驱动，但个人及对公理财有所拖累，符合行业趋势。
- **资产质量平稳。**当前工行资产质量趋稳且逐季改善。首先依赖宏观经济趋稳、政策发力和工行内部加强风险管理、积极调整取得成效。但同时，宏观经济中仍然有些因素未来会对资产质量带来潜在影响，主要是在低端制造业、流通性企业的风险释放，还需要一段时间，但工行的这部分贷款占比已经有所下降。未来资产质量稳定的态势不会改变。
- **投资建议：**增持-A 投资评级，6个月目标价6.57元。我们预计公司2019年-2021年的收入增速分别为7.58%、7.68%、8.75%，净利润增速分别为4.26%、4.87%、5.17%，给予增持-A的投资评级，6个月目标价为6.57元，相当于2019年0.95X PB。

■风险提示：资产质量显著恶化

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	674,799	725,603	780,587	840,519	914,092
(+/-) %	5.32%	7.53%	7.58%	7.68%	8.75%
拨备前利润	492,410	534,007	561,684	609,187	662,490
(+/-) %	9.14%	8.45%	5.18%	8.46%	8.75%
净利润	286,049	297,676	310,356	325,482	342,324
(+/-) %	2.80%	4.06%	4.26%	4.87%	5.17%
每股净收益 (元)	0.80	0.84	0.87	0.91	0.96
每股净资产 (元)	5.73	6.30	6.92	7.52	8.17

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净资产收益率 (%)	13.96%	13.36%	12.72%	12.24%	11.88%
总资产收益率 (%)	1.14%	1.11%	1.06%	1.01%	0.97%
风险加权资产收益率 (%)	1.80%	1.73%	1.73%	1.66%	1.60%
市盈率	7.05	6.78	6.50	6.20	5.89
市净率	0.99	0.90	0.82	0.75	0.69
股息率 (%)	4.25%	4.43%	5.38%	5.65%	5.94%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

国有银行

投资评级 **增持-A**

维持评级

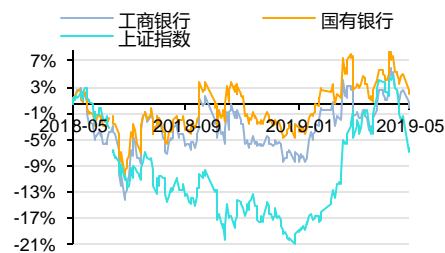
6个月目标价：**6.57元**

股价 (2019-05-07) **5.66元**

交易数据

总市值 (百万元)	2,017,259.42
流通市值 (百万元)	1,526,005.12
总股本 (百万股)	356,406.26
流通股本 (百万股)	269,612.21
12个月价格区间	5.08/6.09元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅 %	1M	3M	12M
相对收益	7.28	-11.59	5.35
绝对收益	-2.58	0.18	0.03

张宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519030001
zhangyu6@essence.com.cn

李双

报告联系人

lishuang1@essence.com.cn

相关报告

工商银行：工商银行：中
报含金量最高的银行之一/ 2018-08-31
黄守宏

表 1: 工商银行 2018 年业绩概览

单位: 百万元	2017Q4	2018Q4	YoY(%)	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	QoQ(%)
拨备前利润	492,410	534,007	8.4%	143,904	136,770	132,782	120,551	-9.2%
母公司净利润	286,049	297,676	4.1%	78,802	81,640	79,185	58,049	-26.7%
市场/国君预测								
EPS (未年化)	0.80	0.84		0.22	0.23	0.22	0.16	
BVPS (未年化)	5.73	6.30		5.85	5.87	6.12	6.30	
净利息收入	522,078	572,518	9.7%	137,012	140,604	146,014	148,888	2.0%
生息资产 (期初期末平均)	24,440,087	22,963,623	-6.0%	25,618,380	23,072,732	21,055,060	21,126,065	0.3%
净息差 (期初期末口径)	2.14%	2.49%	36bp	2.14%	2.44%	2.77%	2.82%	5bp
净息差 (日均余额口径)	2.22%	2.30%	8bp	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
非利息净收入	152,721	153,085	0.2%	45,365	37,272	32,554	37,894	16.4%
手续费净收入	139,625	145,301	4.1%	41,613	37,647	34,479	31,562	-8.5%
其他非息收入	13,096	7,784	-40.6%	3,752	-375	-1,925	6,332	n.a
业务及管理费	177,723	185,041	4.1%	37,818	39,558	44,221	63,444	43.5%
成本收入比	26.34%	25.50%	-0.8pc	20.74%	22.24%	24.76%	33.97%	9.2pc
资产拨备支出	127,769	161,594	26.5%	42,258	41,200	33,475	44,661	33.4%
信贷拨备支出	124,096	147,374	18.8%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
信用成本	0.91%	0.99%	8bp	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税费用	77,190	73,690	-4.5%	22,577	13,982	19,844	17,287	-12.9%
有效税率	21.17%	19.79%	-1.4pc	22.21%	14.63%	19.98%	22.78%	2.8pc
规模指标:								
总资产	26,087,043	27,699,540	6.2%	26,493,781	27,303,080	28,198,135	27,699,540	-1.8%
生息资产余额	25,438,266	20,488,979	-19.5%	25,798,494	20,346,969	21,763,151	20,488,979	-5.9%
其中: 贷款净额	13,892,966	15,046,132	8.3%	14,175,888	14,536,141	14,860,753	15,046,132	1.2%
同业资产	1,834,242	1,696,498	-7.5%	1,437,383	1,594,379	1,949,537	1,696,498	-13.0%
债券投资	5,756,704	0	-100.0%	6,153,795	0	829,315	0	-100.0%
总负债	23,945,987	25,354,657	5.9%	24,308,876	25,110,879	25,917,274	25,354,657	-2.2%
付息负债余额	22,506,632	24,356,553	8.2%	23,143,017	23,878,064	24,511,169	24,356,553	-0.6%
其中: 吸收存款	19,226,349	21,408,934	11.4%	20,197,826	20,818,042	21,307,707	21,408,934	0.5%
同业负债	2,753,343	2,329,777	-15.4%	2,413,479	2,480,787	2,597,886	2,329,777	-10.3%
发行债券	526,940	617,842	17.3%	531,712	579,235	605,576	617,842	2.0%
所有者权益	2,127,537	2,330,001	9.5%	2,171,510	2,178,599	2,266,963	2,330,001	2.8%
总股本	356,407	356,407	0.0%	356,407	356,407	356,407	356,407	0.0%
重点关注:								
不良贷款	220,988	235,084	6.4%	225,023	229,976	234,042	235,084	0.4%
关注贷款	561,974	450,930	-19.8%	n.a	482,674	n.a	450,930	n.a
逾期贷款	286,075	269,932	-5.6%	n.a	269,610	n.a	269,932	n.a
不良贷款率	1.55%	1.52%	-3bp	1.54%	1.54%	1.53%	1.52%	-1bp
不良真实生成率	0.62%	0.86%	24bp	0.92%	0.78%	0.80%	0.83%	3bp
不良核销转出率	34.09%	49.22%	15.1pc	52.04%	41.72%	45.11%	52.33%	7.2pc
不良真实生成额	81,388	122,874	51.0%	32,786	28,425	30,003	31,660	5.5%
不良核销转出额	72,201	108,778	50.7%	28,751	23,472	25,937	30,618	18.0%
拨备覆盖率	168.61%	175.57%	7.0pc	174.51%	173.06%	172.27%	175.57%	3.3pc
拨贷比	2.39%	2.68%	28bp	2.70%	2.67%	2.64%	2.68%	4bp
资本充足率	15.14%	15.39%	25bp	15.09%	14.73%	14.81%	15.39%	58bp
核心资本充足率	13.27%	13.45%	18bp	13.13%	12.81%	12.94%	13.45%	51bp
ROAE	14.0%	13.4%	-0.6pc	14.7%	15.0%	14.2%	10.1%	-4.1pc

资料来源: Wind、安信证券研究中心

表 2: 财务报表预测及估值汇总

财务预测(单位: 百万元)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表						
净利息收入	471,846	522,078	572,518	618,680	669,115	732,437
净手续费收入	144,973	139,625	145,301	152,566	160,194	168,204
其他非息收入	23,865	13,096	7,784	9,341	11,209	13,451
营业收入	640,684	674,799	725,603	780,587	840,519	914,092
税金及附加	-17,319	-7,465	-7,781	-9,370	-9,820	-10,593
业务及管理费	-175,156	-177,723	-185,041	-210,759	-222,737	-242,234
营业外净收入	2,964	2,799	1,226	1,226	1,226	1,226
拨备前利润	451,173	492,410	534,007	561,684	609,187	662,490
资产减值损失	-87,894	-127,769	-161,594	-162,393	-190,434	-222,070
税前利润	363,279	364,641	372,413	399,292	418,753	440,420
所得税	-84,173	-77,190	-73,690	-87,844	-92,126	-96,893
税后利润	279,106	287,451	298,723	311,447	326,627	343,528
归属母公司净利润	278,249	286,049	297,676	310,356	325,482	342,324
资产负债表						
存放央行	3,350,788	3,613,872	3,372,576	4,427,368	4,870,104	5,357,115
同业资产	1,553,100	1,834,242	1,696,498	1,781,323	1,870,389	1,963,908
贷款总额	13,056,846	14,233,448	15,419,905	16,730,597	18,152,698	19,695,677
贷款减值准备	-289,512	-340,482	-412,731	-489,597	-595,251	-725,697
贷款净额	12,767,334	13,892,966	15,046,132	16,241,000	17,557,446	18,969,980
证券投资	5,481,174	5,756,704	0	7,140,029	8,023,968	8,987,364
其他资产	984,869	989,259	7,584,334	1,258,612	1,374,827	1,500,581
资产合计	24,137,265	26,087,043	27,699,540	30,848,331	33,696,735	36,778,948
同业负债	2,606,650	2,753,343	2,329,777	2,436,531	2,519,654	2,605,771
存款余额	17,825,302	19,226,349	21,408,934	23,549,827	25,904,810	28,495,291
应付债券	357,937	526,940	617,842	550,000	580,000	580,000
其他负债	1,366,213	1,439,355	998,104	1,744,957	1,907,253	2,083,259
负债合计	22,156,102	23,945,987	25,354,657	28,281,316	30,911,717	33,764,321
股东权益合计	1,981,163	2,141,102	2,344,883	2,567,015	2,785,018	3,014,627
业绩增长						
净利息收入增速	-7.09%	10.65%	9.66%	8.06%	8.15%	9.46%
净手续费增速	1.10%	-3.69%	4.07%	5.00%	5.00%	5.00%
净非息收入增速	6.32%	-9.55%	0.24%	5.76%	5.87%	5.98%
拨备前利润增速	0.21%	9.14%	8.45%	5.18%	8.46%	8.75%
归属母公司净利润增速	0.40%	2.80%	4.06%	4.26%	4.87%	5.17%
盈利能力						
ROAE	14.80%	13.96%	13.36%	12.72%	12.24%	11.88%
ROAA	1.20%	1.14%	1.11%	1.06%	1.01%	0.97%
RORWA	1.91%	1.80%	1.73%	1.73%	1.66%	1.60%
生息率	3.49%	3.50%	4.17%	3.96%	3.52%	3.51%
付息率	1.59%	1.56%	1.58%	1.50%	1.58%	1.57%
净利差	1.90%	1.94%	2.59%	2.46%	1.94%	1.94%
净息差	2.09%	2.14%	2.49%	2.45%	2.12%	2.13%
成本收入比	27.34%	26.34%	25.50%	27.00%	26.50%	26.50%
资本状况						
资本充足率	14.61%	15.14%	15.39%	15.26%	14.86%	14.48%
核心资本充足率	13.42%	13.27%	13.45%	13.49%	13.41%	13.31%
风险加权系数	60.34%	60.96%	62.06%	60.90%	60.90%	60.90%
股息支付率	30.01%	30.00%	30.00%	35.00%	35.00%	35.00%
资产质量						
不良贷款余额	211,801	220,988	235,084	253,034	272,447	294,180
不良贷款净生成率	0.89%	0.62%	0.86%	0.65%	0.60%	0.60%
不良贷款率	1.62%	1.55%	1.52%	1.51%	1.50%	1.49%
拨备覆盖率	137%	169%	176%	193%	218%	247%

拨贷比	2.22%	2.39%	2.68%	2.93%	3.28%	3.68%
流动性						
贷存比	73.25%	74.03%	72.03%	73.25%	73.25%	73.25%
贷款/总资产	54.09%	54.56%	55.67%	54.24%	53.87%	53.55%
平均生息资产/平均总资产	97.36%	97.32%	85.39%	86.37%	97.60%	97.79%
每股指标						
EPS	0.78	0.80	0.84	0.87	0.91	0.96
BVPS	5.29	5.73	6.30	6.92	7.52	8.17
每股股利	0.23	0.24	0.25	0.30	0.32	0.34
估值指标						
P/E	7.25	7.05	6.78	6.50	6.20	5.89
P/B	1.07	0.99	0.90	0.82	0.75	0.69
P/PPOP	4.47	4.10	3.78	3.59	3.31	3.04
股息收益率	4.14%	4.25%	4.43%	5.38%	5.65%	5.94%

资料来源: Wind、安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张宇声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034