

2019 年 08 月 31 日

资产质量持续改善提升配置价值

增持 (维持)

证券分析师 马祥云

执业证号: S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

事件: 工商银行上半年营业收入 4429.15 亿元, 同比增长 14.3%, 归属于母公司股东净利润 1679.31 亿元, 同比增长 4.7%, 对应 EPS 为 0.47 元/股; 期末总资产 29.99 万亿元, 较期初增长 8.27%, 归属于普通股股东净资产 2.33 万亿元, 较期初增长 3.7%, 对应 BVPS 为 6.53 元/股。

投资要点

■ **盈利预测与投资评级:** 工商银行中报表现稳健, 收入增速保持高位、资产质量继续改善, 作为基本面优质的国有大行, 具备显著配置价值, 我们建议追求稳定分红及长期回报的投资者在当前估值低位积极配置。预计公司 2019、2020 年归属于母公司股东净利润增速分别为 5%、6.3%, ROAE 达到 13.08%、12.69%, 目前 A 股、H 股估值分别为 0.78、0.65x2019PB, 对应 2019 年股息率分别为 4.89%、5.89%, 维持“增持”评级。

■ **基本面总体优异, 收入保持高增速, ROAE 降低源于税收及信贷成本。** 公司上半年收入/PPOP 分别增长 14.3%/10.6%, 一季度增速创近年来新高后回落符合市场预期, 但仍领跑国有大行。收入端利息净收入稳定增长 7.8%, 非利息收入增速由一季度 45.1% 降至 30.8%, 占比保持 32% 高位。公司上半年归母净利润增长 4.7% 符合市场预期, 增速及盈利能力较一季度均小幅提升, 但同比来看, ROAA 降低 3BP 至 1.17%, ROAE 降低 92BP 至 14.41%, 主要源于拨备及税收负向贡献 (我们测算 2019H1 信贷成本同比上升 10BP 至 1.18%, 实际税率同比上升 83BP 至 19.37%), 而成本收入比正向贡献显著, 同比优化降低 1.26pct 至 18.71%, 继续保持国有大行最优水平。

■ **负债成本走高造成净息差小幅收窄符合预期, 信贷规模驱动利息增长。** 公司净利息收入增量中 117% 由规模增长贡献, 而利差收窄形成 17% 负向贡献, 表现为上半年净息差同比、环比小幅下行至 2.29%。1) 贷款总额较年初增长 5.5%, 二季度环比增长 2.1%, 其中个人贷款占比小幅升至 37.1%, 主要驱动力为个人经营性贷款 (e 抵快贷、经营快贷等普惠线上产品), 增速高达 39.8%。结构调整推动贷款平均收益率同比提升 17BP 至 4.5%, 拉升总体生息资产收益率 10BP 至 3.89%。2) 存款总额较期初增长 8% 至 23.13 万亿元, 其中个人定期存款较期初增长 13.7%, 但成本上行更明显, 存款总体平均成本率上升 14BP 至 1.57%, 虽然金融市场利率下行拉低市场化负债成本, 但仍难以抵御总体计息负债成本率上行 13BP 至 1.76%。

■ **资产质量继续全面改善, 国有大行认定标准严格增强对资产质量信心。** 公司 6 月末不良率、关注率分别为 1.48%、2.71%, 较年初降低 4、21BP, 逾期率较年初下降 7BP 至 1.68%, 逾期与不良贷款剪刀差进一步收窄, 同时继续加速核销, 6 月末拨备覆盖率较一季度提高 6.2pct 至 192%, 未来信贷成本可能边际改善。动态角度, 我们测算上半年加回核销后年化不良生成率约 0.64%, 同比降低 22BP, 资产质量趋势改善。考虑国有大行不良资产认定标准严格, 预计后续金融资产风险分类办法正式落地将不会冲击资产质量指标, 我们对工商银行等国有大行资产质量现状及趋势保持信心。

■ **风险提示:** 1) 宏观经济下行, 资产质量承压; 2) 负债成本上行, 息差持续收窄; 3) 信贷需求疲弱, 规模增速低迷。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.39
一年最低/最高价	4.88/5.82
市净率(倍)	0.83
流通 A 股市值(百万元)	1453209.83

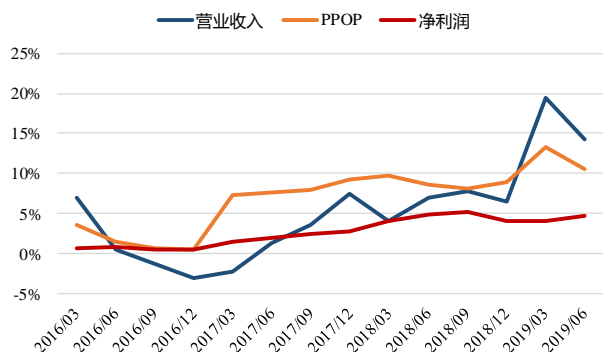
基础数据

每股净资产(元)	6.53
资产负债率(%)	91.90
总股本(百万股)	356406.26
流通 A 股(百万股)	269612.21

相关研究

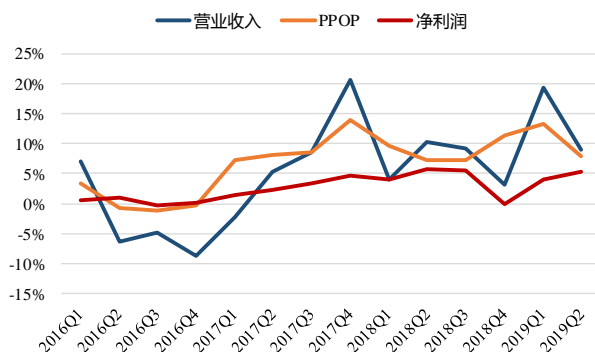
1、《工商银行 (601398): 核心经营依然稳定, 资产质量持续改善》2018-08-31

图 1: 2016/03~2019/06 公司累计业绩增速



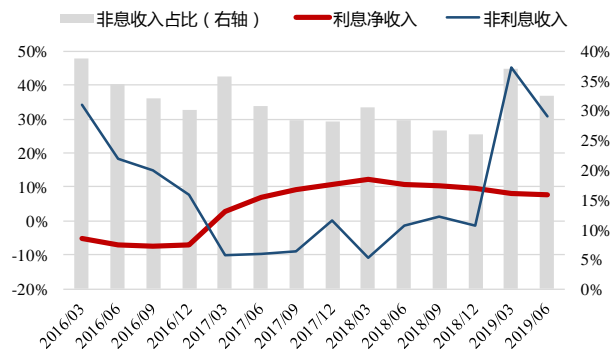
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 2016Q1~2019Q2 公司单季度业绩增速



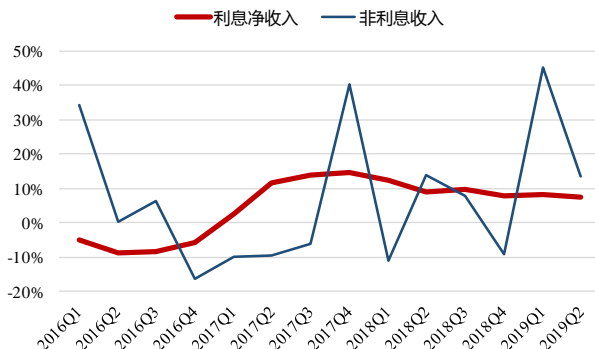
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 2016/03~2019/06 公司累计营业收入增速结构



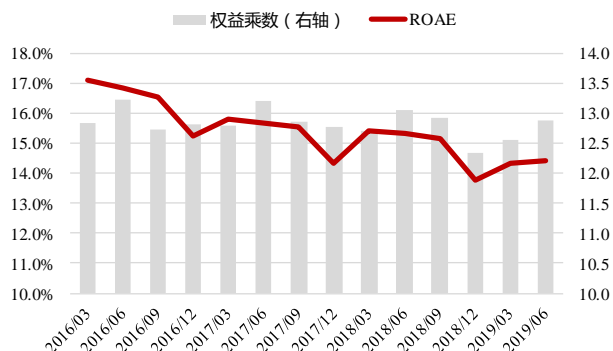
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 2016Q1~2019Q2 公司单季度营业收入增速结构



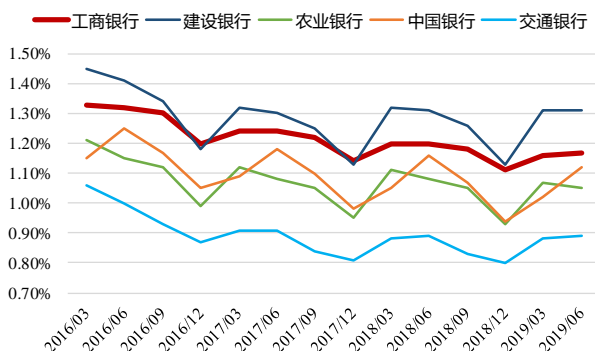
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 2016/03~2019/06 公司累计 ROAE 及权益乘数



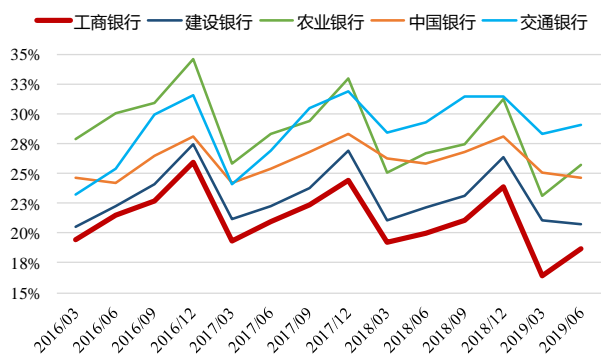
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 2016/03~2019/06 公司累计 ROAA



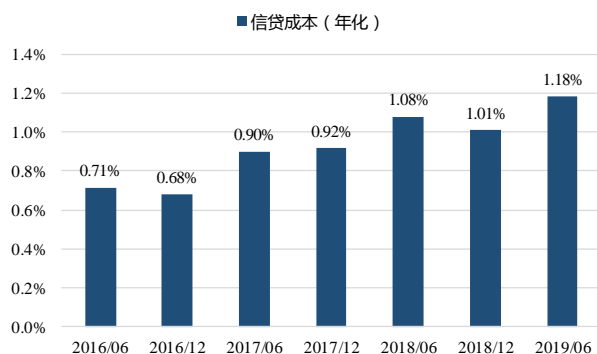
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 7：2016/03~2019/06 公司及可比银行成本收入比



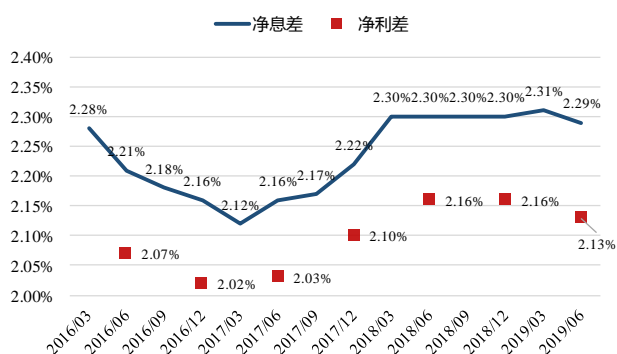
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：2016/06~2019/06 公司信贷成本（年化）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：2016/03~2019/06 公司累计净息差&净利差



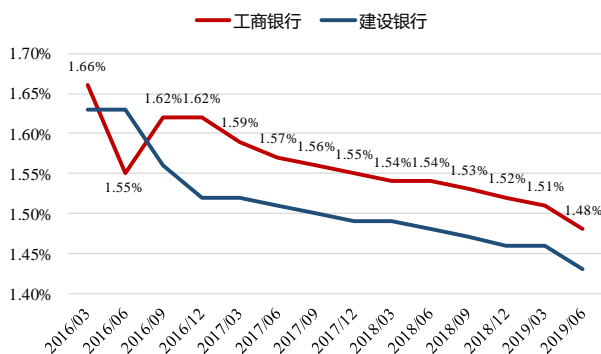
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：2016/06~2019/06 公司资产收益率&负债成本率

	生息资产		计息负债	
	收益率	同比变动	成本率	同比变动
2016/06	3.73%	-0.65%	1.66%	-0.38%
2016/12	3.62%	-0.62%	1.60%	-0.34%
2017/06	3.61%	-0.12%	1.58%	-0.08%
2017/12	3.67%	+0.05%	1.57%	-0.03%
2018/06	3.79%	+0.18%	1.63%	+0.05%
2018/12	3.81%	+0.14%	1.65%	+0.08%
2019/06	3.89%	+0.10%	1.76%	+0.13%

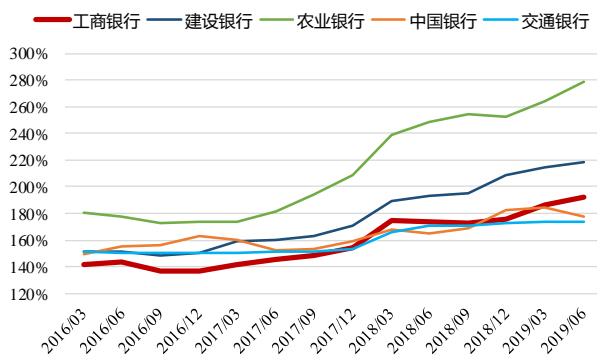
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：2016/03~2019/06 公司与可比银行不良贷款率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12：2017/03~2019/06 公司与可比银行拨备覆盖率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

工商银行财务报表指标及盈利预测 (单位: 百万元)

合并资产负债表						合并利润表					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产合计	26,087,043	27,699,540	30,192,499	32,668,283	35,379,751	营业收入	726,502	773,789	851,168	919,261	992,802
现金及存放中央银行款项	3,613,872	3,372,576	3,955,217	4,116,204	4,422,469	利息净收入	522,078	572,518	615,085	664,307	721,881
客户贷款及垫款	13,892,966	15,046,132	16,303,949	17,804,214	19,352,724	手续费及佣金净收入	139,625	145,301	159,831	176,134	192,867
金融投资	5,756,704	6,754,692	7,246,200	7,807,720	8,455,760	投资收益等其他业务收入	64,799	55,970	76,252	78,821	78,055
FVTPL 金融投资	440,938	805,347	845,390	914,712	955,253	营业支出	364,660	402,602	451,049	493,967	541,341
以摊余成本计量的金融投资	-	4,519,182	4,981,762	5,324,930	5,766,899	业务及管理费	177,723	185,041	195,769	215,107	231,323
FVTOCI 金融投资	-	1,430,163	1,419,047	1,568,078	1,733,608	资产减值损失	127,769	161,594	196,644	214,644	239,644
存放同业及其他金融机构款项	370,074	384,646	392,502	424,688	459,937	营业利润	361,842	371,187	400,119	425,294	451,461
拆出资金	477,537	577,803	513,272	637,032	689,905	税前利润	364,641	372,413	402,120	427,421	453,718
买入返售金融资产	986,631	734,049	724,620	816,707	813,734	净利润	287,451	298,723	313,653	333,388	353,900
贵金属	238,714	181,292	181,155	196,010	212,279	归属于母公司股东净利润	286,049	297,676	312,554	332,220	352,660
其他资产合计	750,545	648,350	875,582	865,710	972,943						
负债合计	23,945,987	25,354,657	27,624,641	29,863,970	32,323,544	财务指标					
向中央银行借款	456	481	524	567	613	资产总计增速	8.1%	6.2%	9.0%	8.2%	8.3%
同业及其他金融机构存放款项	1,214,601	1,328,246	1,270,733	1,254,287	1,325,265	客户贷款及垫款增速	8.8%	8.3%	8.4%	9.2%	8.7%
拆入资金	491,948	486,249	522,106	564,429	484,853	负债总计增速	8.1%	5.9%	9.0%	8.1%	8.2%
交易性金融负债	425,948	87,400	82,874	89,592	96,971	客户存款增速	7.9%	11.4%	11.8%	8.5%	8.6%
衍生金融负债	78,556	73,573	82,874	89,592	96,971	营业收入增速	7.5%	6.5%	10.0%	8.0%	8.0%
卖出回购款项	1,046,338	514,801	544,205	588,320	484,853	利息净收入增速	10.6%	9.7%	7.4%	8.0%	8.7%
存款证	260,274	341,354	331,496	358,368	387,883	手续费及佣金净收入增速	-3.7%	4.1%	10.0%	10.2%	9.5%
客户存款	19,226,349	21,408,934	23,935,188	25,969,679	28,203,072	成本收入比	24.5%	23.9%	23.0%	23.4%	23.3%
已发行债务证券	526,940	617,842	552,493	597,279	646,471	所得税率	21%	20%	22%	22%	22%
其他负债合计	674,577	495,777	302,148	351,857	596,593	归属于母公司股东净利润增速	3.0%	3.9%	5.0%	6.3%	6.2%
股东权益	2,141,056	2,344,883	2,567,858	2,804,314	3,056,207	EPS	0.79	0.82	0.86	0.92	0.98
股本	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407	BVPS	5.73	6.30	6.92	7.58	8.28
其他权益工具	86,051	86,051	86,051	86,051	86,051	ROAE	14.35%	13.79%	13.08%	12.69%	12.32%
资本公积	151,952	151,968	151,968	151,968	151,968	ROAA	1.14%	1.11%	1.08%	1.06%	1.04%
其他综合收益	(62,058)	(11,875)	(8,672)	(7,548)	(5,532)	净利息收益率	2.22%	2.30%	2.27%	2.26%	2.27%
盈余公积	232,703	261,720	292,038	324,263	358,471	不良贷款率	1.55%	1.52%	1.45%	1.43%	1.42%
一般准备	264,892	279,064	293,754	309,368	325,943	拨备覆盖率	154.1%	175.8%	203.9%	230.5%	244.6%
未分配利润	1,097,544	1,206,666	1,380,391	1,566,418	1,763,950	分红比例	30.5%	30.5%	30.5%	30.5%	30.5%
归属于母公司股东的权益	2,127,491	2,330,001	2,551,937	2,786,927	3,037,258						
少数股东权益	13,565	14,882	15,921	17,387	18,948	估值指标					
资产负债指标						P/E (A 股)	6.8	6.6	6.2	5.9	5.5
生息资产平均余额	23,464,831	24,868,243	27,096,258	29,394,105	31,800,912	P/E (H 股)	5.7	5.5	5.2	4.9	4.6
计息负债平均余额	21,618,065	22,830,845	25,101,628	27,112,983	29,145,334	P/B (A 股)	0.94	0.86	0.78	0.71	0.65
归属于母公司普通股股东权益	2,041,440	2,243,950	2,465,886	2,700,876	2,951,207	P/B (H 股)	0.78	0.71	0.65	0.59	0.54
						股息率 (A 股)	4.47%	4.65%	4.89%	5.20%	5.52%
						股息率 (H 股)	5.39%	5.60%	5.89%	6.27%	6.66%

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所测算及预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

