

2019年09月08日

工商银行 (601398.SH)

行稳致远，大行标杆

—工商银行 2019 年中报点评

- **业绩概述:** 2019 年上半年，工商银行营业收入同比增长 14.30%，归母净利润同比增长 4.67%；其中二季度营收与归母净利润同比增速分别为 9.02% 和 5.25%，业绩符合预期。
- **营收增长稳健均衡，净息差环比微降。** 除受市场估值影响较大的其他净收入外（其他业务收入扣除其他业务成本后），工商银行净利息收入和手续费净收入 Q1、Q2 同比增速波动不大，**稳健背后彰显营收增速的高度可持续性。**
净息差环比微降，符合市场预期。环比 18H2，资产端信贷占比、零售贷款占比双双提高，结构优化利好息差，但其他资产收益率走低，两相抵消后生息资产收益率环比提升 2 bp；负债端各项组成付息率纷纷上扬，总计息负债付息率环比上升 8 bp；尽管工行通过提高生息资产/计息负债的比例对冲压力，最终净息差环比 18H2 下降 1 bp。展望下半年，负债端压力仍存，资产端收益率大概率进一步下行，净息差缓慢下降是行业性趋势。
- **资产质量各项指标稳中向好。** 不良率较 Q1 环比下降 3bp 至 1.48%，拨备覆盖率环比提升 6.2pc 至 192.02%，其他各项指标较年初也均有改善。其中对公贷款不良率下降 7bp 至 2.00%，而行业风险上升的零售贷款，不良率下降 2bp 至 0.69%，对大行而言尤为难得，资产质量管控能力可见一斑。
- **投资建议:** 预计公司 2019 年-2021 年的收入增速为 7.12%、6.34%、7.35%，净利润增速分别为 6.77%、6.09%、6.97%，给予**增持-A** 的投资评级，6 个月目标价为 6.22 元，相当于 2019 年 0.90X PB。

■ **风险提示: 经济预期外下行、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	777,262	826,565	887,344
(+/-) %	5.32%	7.53%	7.12%	6.34%	7.35%
拨备前利润	492,410	534,007	570,813	619,673	669,645
(+/-) %	9.14%	8.45%	6.89%	8.56%	8.06%
净利润	286,049	297,676	317,827	337,196	360,716
(+/-) %	2.80%	4.06%	6.77%	6.09%	6.97%
每股净收益 (元)	0.80	0.84	0.89	0.95	1.01
每股净资产 (元)	5.73	6.30	6.94	7.57	8.25
利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净资产收益率 (%)	13.96%	13.36%	13.00%	12.62%	12.41%
总资产收益率 (%)	1.14%	1.11%	1.08%	1.03%	1.01%
风险加权资产收益率 (%)	1.80%	1.73%	1.76%	1.70%	1.66%
市盈率	6.88	6.61	6.19	5.83	5.45
市净率	0.96	0.88	0.80	0.73	0.67
股息率 (%)	4.36%	4.54%	5.65%	6.00%	6.42%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

国有银行

投资评级 **增持-A**

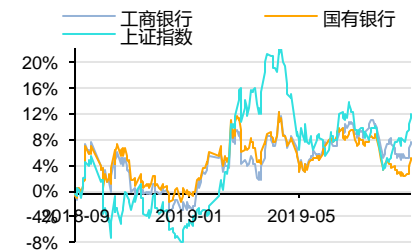
维持评级

6 个月目标价: **6.22 元**
 股价 (2019-09-06) **5.52 元**

交易数据

总市值 (百万元)	1,967,362.54
流通市值 (百万元)	1,488,259.41
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	5.19/6.01 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅 %	1M	3M	12M
相对收益	-5.93	-5.49	-3.27
绝对收益	2.41	0.59	7.73

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

刘源

报告联系人

liuyuan2@essence.com.cn

相关报告

- 工商银行: 息差表现平稳, 不良趋势稳中向好 — 工商银行 2018 年报点评/张宇 2019-05-08
- 工商银行: 工商银行: 中报含金量最高的银行之一/黄守宏 2018-08-31

表 1: 工商银行 2019 年中报重点指标对比

业绩单季同比增速 (净息差除外)	2019Q1	2019Q2
营业收入	19.42%	9.02%
利息净收入	8.16%	7.47%
单季净息差(测算)	2.31%	2.27%
手续费及佣金净收入	10.87%	12.53%
其他非息净收入	121.69%	16.13%
成本收入比	16.41%	21.33%
拨备前利润	12.46%	7.15%
归母净利润	4.06%	5.25%
资产质量	2018A	2019H
不良率	1.51%(2019Q1 末)	1.48%
对公贷款不良率	2.07%	2.00%
零售贷款不良率	0.71%	0.69%
关注率	2.92%	2.71%
逾期率	1.75%	1.68%
逾期 90 天以内率	0.59%	0.55%
逾期 90 天以上率	1.16%	1.13%
逾期 90 天以上/不良	76.05%	76.74%
拨备覆盖率	185.85% (2019Q1 末)	192.02%
资产负债结构	2018A	2019H
信贷	54.3%	52.9%
一般对公贷款	61.0%	60.9%
票据贴现	2.4%	2.0%
零售贷款	36.6%	37.1%
其中: 个人住房贷款	29.8%	30.2%
个人消费贷款	1.3%	1.2%
个人经营性贷款	1.4%	1.9%
信用卡透支	4.1%	3.9%
债券	19.1%	22.2%
传统同业	6.1%	6.4%
SPV 投资	1.7%	1.9%
存款	85.8%	83.9%
其中: 对公存款	53.6%	53.6%
零售存款	44.1%	44.5%
活期存款	48.3%	47.9%
定期存款	49.4%	50.2%
同业负债 (含同业存单)	9.2%	8.9%
发行债券	2.4%	2.8%
其他	2018A	2019H
非保本理财余额 (亿元)	25,759	23,318
核心一级资本充足率	12.84%(2019Q1 末)	12.74%

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

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	610,996	645,877	695,940
净手续费收入	144,973	139,625	145,301	156,925	169,479	177,953
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	777,262	826,565	887,344
税金及附加	-17,319	-7,465	-7,781	-9,474	-9,742	-10,399
业务及管理费	-175,156	-177,723	-185,041	-198,202	-198,376	-208,526
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	570,813	619,673	669,645
资产减值损失	-87,894	-127,769	-161,594	-161,909	-185,850	-205,562
税前利润	363,279	364,641	372,413	408,904	433,824	464,082
所得税	-84,173	-77,190	-73,690	-89,959	-95,441	-102,098
税后利润	279,106	287,451	298,723	318,945	338,382	361,984
归属母公司净利润	278,249	286,049	297,676	317,827	337,196	360,716
资产负债表						
存放央行	3,350,788	3,613,872	3,372,576	4,467,616	4,914,378	5,405,816
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	16,961,896	18,403,657	19,967,967
贷款减值准备	-289,512	-340,482	-412,731	-489,122	-590,284	-704,108
贷款净额	12,767,334	13,892,966	15,046,132	16,472,773	17,813,372	19,263,859
证券投资	5,481,174	5,756,704	6,754,692	7,196,284	8,052,031	9,010,891
其他资产	984,869	989,259	7,584,334	1,272,575	1,388,790	1,516,154
资产合计	24,137,265	26,087,043	27,699,540	31,190,572	34,038,960	37,160,628
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	23,763,917	26,140,308	28,754,339
应付债券	357,937	526,940	617,842	650,000	650,000	650,000
其他负债	1,366,213	1,439,355	998,104	1,765,611	1,927,342	2,104,896
负债合计	22,156,102	23,945,987	25,354,657	28,616,059	31,237,304	34,115,007
股东权益合计	1,981,163	2,141,102	2,344,883	2,574,513	2,801,656	3,045,621
业绩增长						
净利息收入增速	-7.09%	10.65%	9.66%	6.72%	5.71%	7.75%
净手续费增速	1.10%	-3.69%	4.07%	8.00%	8.00%	5.00%
净非息收入增速	6.32%	-9.55%	0.24%	8.61%	8.67%	5.93%
拨备前利润增速	0.21%	9.14%	8.45%	6.89%	8.56%	8.06%
归属母公司净利润增速	0.40%	2.80%	4.06%	6.77%	6.09%	6.97%
盈利能力						
ROAE	14.80%	13.96%	13.36%	13.00%	12.62%	12.41%
ROAA	1.20%	1.14%	1.11%	1.08%	1.03%	1.01%
RORWA	1.91%	1.80%	1.73%	1.76%	1.70%	1.66%
生息率	3.49%	3.50%	4.17%	3.92%	3.43%	3.39%
付息率	1.59%	1.56%	1.58%	1.51%	1.59%	1.58%
净利差	1.90%	1.94%	2.59%	2.41%	1.84%	1.81%
净息差	2.09%	2.14%	2.49%	2.40%	2.03%	2.00%
成本收入比	27.34%	26.34%	25.50%	25.50%	24.00%	23.50%
资本状况						
资本充足率	14.61%	15.14%	15.39%	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
核心资本充足率	13.42%	13.27%	13.45%	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
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	273,834	296,629
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%	1.49%	1.49%	1.49%
拨备覆盖率	137%	169%	176%	193%	216%	237%
拨贷比	2.22%	2.39%	2.68%	2.88%	3.21%	3.53%
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%	54.38%	54.07%	53.73%
平均生息资产/平均总资产	97.36%	97.32%	85.39%	86.43%	97.57%	97.74%
每股指标						
EPS	0.78	0.80	0.84	0.89	0.95	1.01
BVPS	5.29	5.73	6.30	6.94	7.57	8.25
每股股利	0.23	0.24	0.25	0.31	0.33	0.35
估值指标						
P/E	7.07	6.88	6.61	6.19	5.83	5.45
P/B	1.04	0.96	0.88	0.80	0.73	0.67
P/PPQP	4.36	4.00	3.68	3.45	3.17	2.94
股息收益率	4.24%	4.36%	4.54%	5.65%	6.00%	6.42%

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
	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
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@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