

资产质量持续向好，核心资产价值显露 买入（上调）

2019 年 10 月 26 日

证券分析师 马祥云

执业证号: S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

事件：工商银行前三季度营业收入 6469.42 亿元，同比增长 12.11%，归属于母公司股东净利润 2517.12 亿元，同比增长 5.04%，对应 EPS 为 0.71 元/股；期末总资产 30.43 万亿元，较期初增长 9.84%，归属于普通股股东净资产 2.42 万亿元，较期初增长 7.8%，对应 BVPS 为 6.79 元/股。

投资要点

■ **盈利预测与投资评级：**工商银行三季报相当优异，核心亮点是盈利增速提升+资产质量进一步改善，在颇具挑战性的外部环境，公司展现了作为优质国有大行独有的稳健和韧性。预计公司 2019、2020 年归属于母公司股东净利润增速分别为 5.2%、6.1%，ROAE 达到 13.09%、12.67%，目前 A 股、H 股估值分别为 0.86、0.73x2019PB，对应 2019 年股息率分别为 4.41%、5.25%。考虑资产质量持续向好，而估值仍位于历史低位，我们认为作为优质核心银行资产，当前估值与基本面已不匹配，因此上调公司评级至“买入”，向追求稳定分红及长期回报的投资者重点推荐。

■ **盈利增速提升源于信贷成本走低及资产经营能力卓越，ROAE、ROAA 优异。**公司前三季度收入/PPOP 分别增长 12.1%/9.4%，增速较中报趋缓，主要源于利息净收入单季度增速降至 5.4%（一、二季度分别增长 8.2%、7.5%），主因同比基数走高，实际上三季度利息净收入规模达到 1538.45 亿元，高于此前两个季度，且贷款增量也高于二季度（此前行业调研反馈供给推动信贷回暖）。尽管收入增长趋缓，但盈利增速较中报提升至 5.04%，优于市场预期，且意味着第三季度单季盈利增速创近年来新高 5.8%，推动 ROAA 较中报继续小幅上行至 1.18%，明显优于同时披露三季报的可比银行，资产经营能力卓越。盈利增长强劲主要得益于信贷成本的改善（上半年拨备对盈利同比构成负贡献），此外，成本收入比仍保持 20.01%低位，同比降低 1.06pct，预计保持国有大行最优水平，对盈利持续形成正向贡献。

■ **净息差环比走低 3BP 优于预期，印证我们对银行利差收窄节奏缓慢的预判。**公司前三季度净息差较中报下行 3BP 至 2.26%，我们推算单季度净息差环比下行约 6BP，在“贷款利率下行、负债成本上行”的外部市场环境下，净息差收窄趋势确定，但我们强调节奏会比较缓和，三季度 LPR 改制初期，市场对净息差快速下行的悲观预期得到明显修复。展望四季度，我们预计负债成本仍有小幅上行压力，因为客户资金从高回报率金融产品回流银行储蓄需要适应过程，但结构性存款的监管新规倒逼银行控制负债成本。资产端我们预计贷款收益率下行幅度有限，宏观经济下行+零售业务信用风险总体上升的外部环境下，预计风险溢价将制约融资利率下行幅度，但 2020 年随着 LPR 逐步应用至存量业务，需进一步观望资产收益率。

■ **资产质量逆势持续改善是基本面最大亮点，对国有大行资产质量保持信心。**公司 9 月末不良率进一步降至 1.44%（中报 1.48%），同时我们看到信贷成本走低的同时，拨备覆盖率升至 198%（中报 192%），可以看出信贷结构优化、金融科技运用等举措对资产质量的管控卓有成效，我们判断三季度逾期率、不良生成率等指标也同步改善。展望未来，考虑宏观经济下行压力加大，资产质量仍将是市场核心担忧的要点，综合考虑不良资产认定标准、风险管控成效、客户质量等因素，我们对工商银行为代表的国有大行资产质量总体保持信心。

■ **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)	5.92
一年最低/最高价	4.88/6.01
市净率(倍)	0.87
流通 A 股市值(百万元)	1596104.30

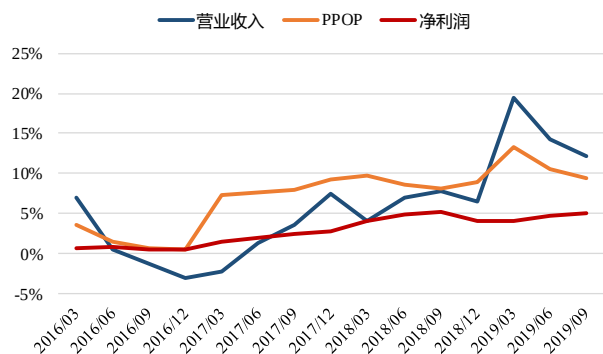
基础数据

每股净资产(元)	6.79
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

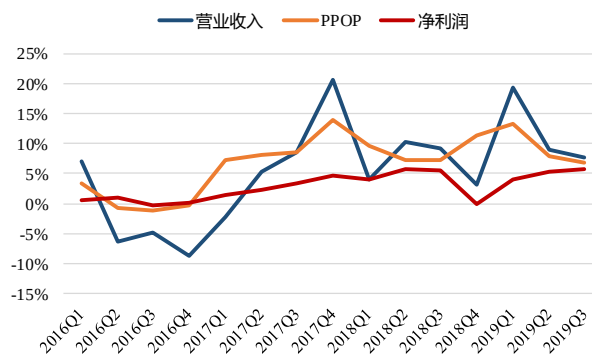
1、《工商银行 (601398): 2019 年中报点评: 资产质量持续改善 提升配置价值》2019-09-01

图 1：2016/03~2019/09 公司累计业绩增速



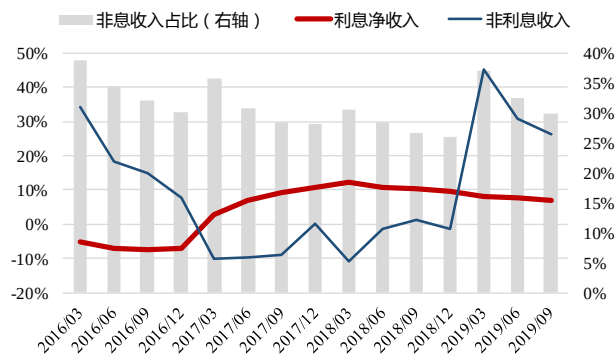
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2016Q1~2019Q3 公司单季度业绩增速



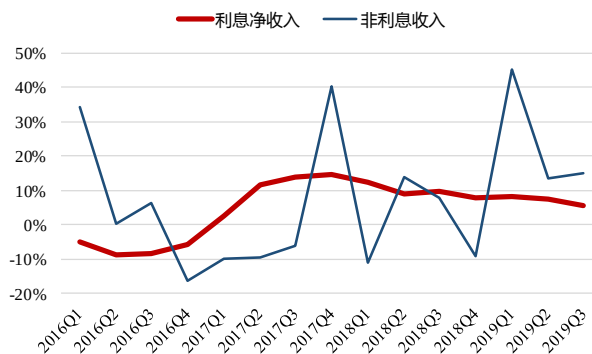
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：2016/03~2019/09 公司累计营业收入增速结构



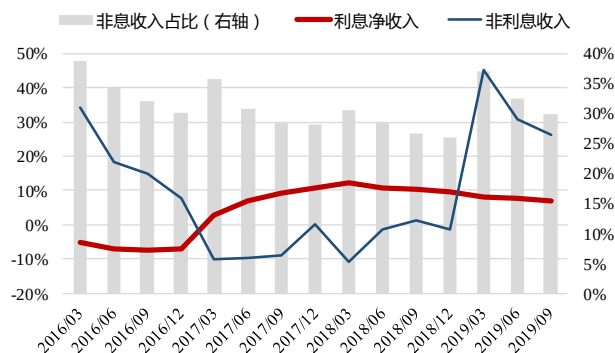
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：2016Q1~2019Q3 公司单季度营业收入增速结构



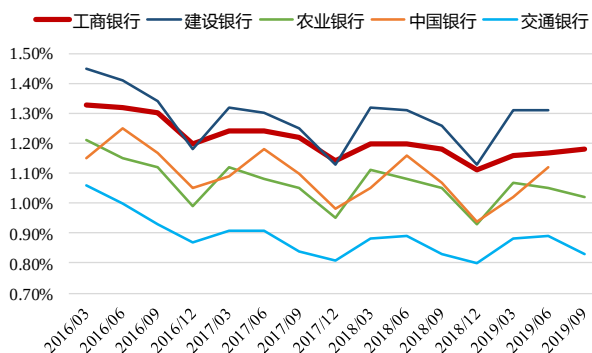
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：2016/03~2019/09 公司累计 ROAE 及权益乘数



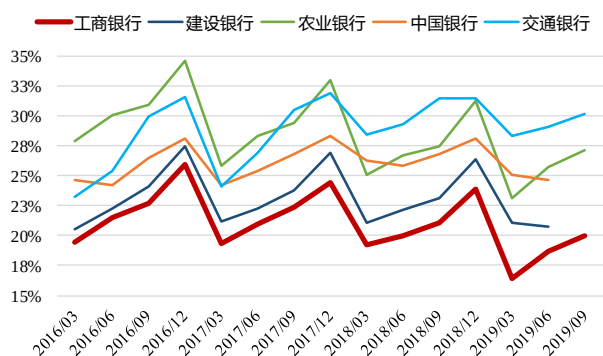
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：2016/03~2019/09 公司累计 ROAA



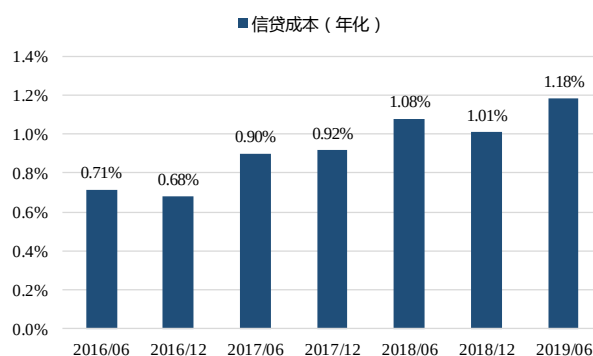
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：2016/03~2019/09 公司及可比银行成本收入比



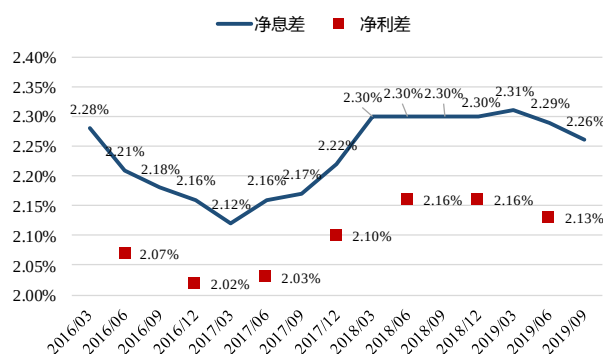
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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 9：2016/03~2019/09 公司累计净息差&净利差



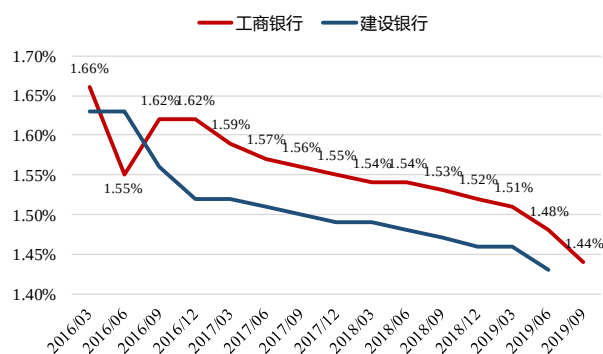
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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%

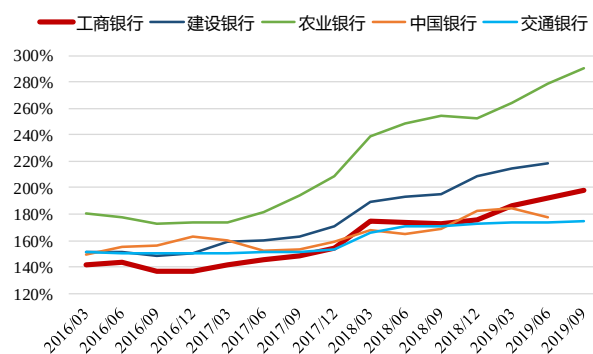
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：2016/03~2019/09 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 12：2017/03~2019/09 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	30,607,992	33,332,103	36,098,668	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	4,009,647	4,199,845	4,512,333	利息净收入	522,078	572,518	615,309	668,808	720,326
客户贷款及垫款	13,892,966	15,046,132	16,528,316	18,165,996	19,745,971	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	7,345,918	7,966,373	8,627,582	投资收益等其他业务收入	64,799	55,970	76,028	74,319	79,610
FVTPL 金融投资	440,938	805,347	857,024	933,299	974,664	营业支出	364,660	402,602	450,194	493,967	541,341
以摊余成本计量的金融投资	-	4,519,182	5,050,319	5,433,133	5,884,083	业务及管理费	177,723	185,041	200,024	215,107	231,323
FVTOCI 金融投资	-	1,430,163	1,438,576	1,599,941	1,768,835	资产减值损失	127,769	161,594	191,644	214,644	239,644
存放同业及其他金融机构款项	370,074	384,646	397,904	433,317	469,283	营业利润	361,842	371,187	400,974	425,294	451,461
拆出资金	477,537	577,803	520,336	649,976	703,924	税前利润	364,641	372,413	402,979	427,421	453,718
买入返售金融资产	986,631	734,049	734,592	833,303	830,269	净利润	287,451	298,723	314,324	333,388	353,900
贵金属	238,714	181,292	183,648	199,993	216,592	归属于母公司股东净利润	286,049	297,676	313,222	332,220	352,660
其他资产合计	750,545	648,350	887,632	883,301	992,713	财务指标					
负债合计	23,945,987	25,354,657	27,923,754	30,411,935	32,926,928	资产总计增速	8.1%	6.2%	10.5%	8.9%	8.3%
向中央银行借款	456	481	530	577	625	客户贷款及垫款增速	8.8%	8.3%	9.9%	9.9%	8.7%
同业及其他金融机构存放款项	1,214,601	1,328,246	1,284,493	1,277,301	1,350,004	负债总计增速	8.1%	5.9%	10.1%	8.9%	8.3%
拆入资金	491,948	486,249	527,759	574,786	493,904	客户存款增速	7.9%	11.4%	11.8%	8.5%	8.6%
交易性金融负债	425,948	87,400	83,771	91,236	98,781	营业收入增速	7.5%	6.5%	10.0%	8.0%	8.0%
衍生金融负债	78,556	73,573	83,771	91,236	98,781	利息净收入增速	10.6%	9.7%	7.5%	8.7%	7.7%
卖出回购款项	1,046,338	514,801	550,098	599,115	493,904	手续费及佣金净收入增速	-3.7%	4.1%	10.0%	10.2%	9.5%
存款证	260,274	341,354	335,085	364,943	395,123	成本收入比	24.5%	23.9%	23.5%	23.4%	23.3%
客户存款	19,226,349	21,408,934	23,935,188	25,969,679	28,203,072	所得税率	21%	20%	22%	22%	22%
已发行债务证券	526,940	617,842	558,475	608,239	658,539	归属于母公司股东净利润增速	3.0%	3.9%	5.2%	6.1%	6.2%
其他负债合计	674,577	495,777	564,584	834,824	1,134,197	EPS	0.79	0.82	0.86	0.92	0.98
股东权益	2,141,056	2,344,883	2,684,237	2,920,168	3,171,739	BVPS	5.73	6.30	6.92	7.58	8.28
股本	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407	ROAE	14.35%	13.79%	13.09%	12.67%	12.31%
其他权益工具	86,051	86,051	201,500	201,500	201,500	ROAA	1.14%	1.11%	1.08%	1.04%	1.02%
资本公积	151,952	151,968	151,968	151,968	151,968	净利息收益率	2.22%	2.30%	2.24%	2.23%	2.22%
其他综合收益	(62,058)	(11,875)	(8,672)	(7,548)	(5,532)	不良贷款率	1.55%	1.52%	1.42%	1.40%	1.38%
盈余公积	232,703	261,720	292,103	324,328	358,536	拨备覆盖率	154.1%	175.8%	208.68%	228.13%	244.56%
一般准备	264,892	279,064	293,785	309,400	325,975	分红比例	30.5%	30.5%	30.5%	30.5%	30.5%
未分配利润	1,097,544	1,206,666	1,380,504	1,566,008	1,763,221	估值指标					
归属于母公司股东的权益	2,127,491	2,330,001	2,667,595	2,902,063	3,152,074	P/E (A 股)	6.8	6.6	6.9	6.5	6.1
少数股东权益	13,565	14,882	16,642	18,105	19,665	P/E (H 股)	5.7	5.5	5.8	5.5	5.1
资产负债指标						P/B (A 股)	0.94	0.86	0.86	0.79	0.72
生息资产平均余额	23,464,831	24,868,243	27,469,142	29,991,393	32,447,107	P/B (H 股)	0.78	0.71	0.73	0.66	0.61
计息负债平均余额	21,618,065	22,830,845	25,132,399	27,167,317	29,199,776	股息率 (A 股)	4.47%	4.65%	4.41%	4.68%	4.97%
归属于母公司普通股股东权益	2,041,440	2,243,950	2,466,095	2,700,563	2,950,574	股息率 (H 股)	5.39%	5.60%	5.25%	5.57%	5.92%

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>