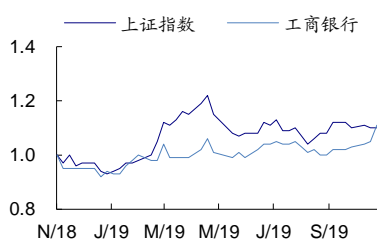


证券研究报告—深度报告
金融
银行
工商银行(601398)
买入

合理估值: 6.9~9.8 元 昨收盘: 5.98 元 (维持评级)

2019年10月28日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	356,406/269,612
总市值/流通(百万元)	2,131,309/1,612,281
上证综指/深圳成指	2,955/9,660
12个月最高/最低(元)	6.01/4.88

相关研究报告:

《工商银行-601398-2019年三季报点评: 净息差回落, 拨备覆盖率上升》——2019-10-27
 《工商银行-601398-2019年中报点评: 资产质量表现好于行业》——2019-08-30
 《工商银行-601398-2018年报点评: 净息差保持稳定》——2019-03-29
 《工商银行-601398-2018年三季报点评: 继续加大不良确认和处置力度》——2018-10-31
 《工商银行-601398-重大事件快评: 发行优先股增强资本实力》——2018-09-07

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

大象之舞: 工行的转型之路

● 美国上世纪后期的大象转型

银行业是重要的金融服务提供商, 其服务供给要与经济结构契合, 并随经济转型而变。上世纪最后二三十年, 美国经历了一次经济结构转型, 传统制造业加速外迁, 产业获得升级。这一过程中, 还伴随金融自由化。因此, 银行业也经历剧烈转型, 大量银行被淘汰, 最后形成“综合大行, 特色小行”格局, 形成了若干家超大型的国际化综合银行集团。

● 我国目前经济金融发展阶段与美国当时较为类似

我国目前便是处于传统产业式微、新兴产业发展的过渡阶段, 产业结构转型任务沉重。银行传统存贷业务占比下降, 新兴经济需要新的服务。因此, 以工商银行为代表的大型银行也面临战略选择, 类似美国的国际化综合银行集团是较为明确的方向。同时, 由于科技金融的进步, 这些大行还能服务于大零售(个人、小微)客群, 这一点较美国当时更为有利。

● 工商银行的“跨业、跨境、跨界”符合时代背景

“跨业”即进入原本不是银行主阵地的资本市场业务, 服务新老产业, 也就是“综合化”; “跨境”即进军海外市场, 有些市场发展阶段还更早, 产业相对还较传统, 也是我国传统产业转移目的地, 有利于传统银行业的发挥, 也就是“国际化”; “跨界”即利用金融科技等手段, 为客户(主要是大零售客群)提供金融和非金融服务, 从而实现高效的获客、服务与授信, 从而使大型银行可以高效地从事小微等业务。因此, 上述战略类似于西方典型的综合化、国际化转型方向, 外加借助金融科技覆盖了原先大型银行不易参与的大零售客群, 即零售化。我们深信, 工商银行该战略能够获得较好效果, 实现大象起舞。

● 投资建议

结合绝对估值与相对估值两种方法, 我们认为工商银行内在价值为 6.9~9.8 元, 对应 2019e PB 1.0~1.4x。其估值目前仅有不到 0.9x, 处于非常低的水平, 投资价值明显, 维持“买入”评级。

● 风险提示

多种因素变化可能会对我们的判断产生影响, 包括估值的风险、盈利预测的风险、政策风险、财务风险、市场风险、其它风险等, 详见正文。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	726,502	773,789	827,914	872,126	934,381
(+/-%)	7.5%	6.5%	7.0%	5.3%	7.1%
净利润(百万元)	287,451	298,723	313,473	328,326	342,915
(+/-%)	3.0%	3.9%	4.9%	4.7%	4.4%
摊薄每股收益(元)	0.79	0.82	0.86	0.91	0.95
总资产收益率(ROA)	1.14%	1.10%	1.09%	1.06%	1.02%
净资产收益率(ROE)	14.3%	13.4%	12.6%	12.3%	11.8%
市盈率(PE)	7.6	7.3	6.9	6.6	6.3
P/PPoP	4.4	4.0	3.7	3.5	3.3
市净率(PB)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

估值与投资建议	4
绝对估值	4
相对法估值	5
投资建议	6
大象转型背后的逻辑	7
银行业因经济而变	7
美国镜鉴	8
我国目前的阶段与之较为类似	10
工行的战略转型之路	11
跨业：综合化服务新老产业	12
跨境：加快国际化布局	14
跨界：利用科技服务大零售	15
盈利预测	18
假设前提	18
未来三年盈利预测	18
盈利预测的敏感性分析	18
风险提示	19
国信证券投资评级	23
分析师承诺	23
风险提示	23
证券投资咨询业务的说明	23

图表目录

图 1: 2019 年二季末银行业总资产占金融业比例	7
图 2: 国家和地区之间的产业梯度转移	8
图 3: 美国居民金融资产中存款占比在上世纪曾大幅下降	9
图 4: 美国银行数量变化.....	10
图 5: 银行业的不良资产压力比前几年有所减轻.....	11
图 6: 社融中债券及股票融资占比提升	12
图 7: 国内近几年 VC 及 PE 的投资额快速增长.....	13
图 8: 六大行境外业务占比	14
图 9: 工行境外机构分布.....	15
图 8: 大行的个人贷款以房贷为主	16
图 8: 大行的存款中个人存款占比明显更高.....	16
图 8: 银行类 APP 月独立设备数前十 (2019.9 数据)	17
表 1: DDM 模型相关参数 (单位: 百万元)	4
表 2: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	5
表 3: 上市银行估值比较.....	5
表 4: 老产业的适用金融服务	8
表 5: 六大行金融牌照对比	13
表 7: 盈利预测结果.....	18
表 8: 净利润增速及 ROE 对净息差的敏感性分析	19
表 9: 估值表.....	21

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

我们认为工商银行是我国规模最大、实力最强的商业银行，也是全球排名领先的综合型商业银行集团，它的一举一动受到全行业的关注。目前，我国正处于经济结构转型的关键时期，从原来的粗放增长阶段转向高质量发展阶段，为此，大大小小的银行也需要相应调整战略，寻找新时期的客户需求与业务空间，其中大小银行有不同的战略选择。美国在上世纪最后二三十年经历过类似我们现在的转型期，有一批银行被淘汰，但也有不少银行实现成功转型，这段时期可成为我们的重要参考。

我们在参考美国经济与银行转型经验的基础上，认为工商银行的转型战略较为符合现阶段转型发展要求，未来的发展空间依然非常巨大，我们认为其相对行业的竞争优势仍将长期保持。

我们使用三阶段 DDM 估值，以未来三年作为短期（第一阶段，具体盈利预测请见下表及后文），接下来 10 年作为中期（第二阶段），之后作为永续期（第三阶段）。在前述分析的基础上来设定估值假设：

- 我们假设折现率为 10%，主要是考虑到全市场长期回报率可能维持在这一水平附近。比如美国标普 500 指数 1927 年以来的长期回报率（假设分红再投资于该指数）平均为 10.7%，道琼斯工业指数平均为 10.6%；国内上证综指长期回报率（假设分红再投资于该指数）平均为 6.0%，深证综指平均为 11.2%，这两个数字平均为 8.6%；
- 假设银行业长期平均 ROE 亦为 10%，长期利润增长率为 5%。对于 ROE 的假设主要是考虑到银行业作为竞争较为充分的行业，在准入退出机制有效运作的情况下，供需平衡将导致行业投资回报率向全市场平均水平收敛；长期利润增长率则假设与名义 GDP 增速近似，我们进一步假设长期名义 GDP 增速在 5% 左右（作为一个参考，美国 1929-2017 年的名义 GDP 复合增长率是 6.1%，1999-2017 是 3.9%）；
- 我们认为工商银行长期竞争力有望维持，但同时作为大型银行，其对金融系统的影响举足轻重，考虑未来可能实施的 TLAC 等带来的监管影响，我们谨慎假设其第二、三阶段 ROE 维持在略高于行业平均水平，我们假设其均为 10.5%。

按以上主要假设条件，得到公司的合理价值区间为 7.8-9.8 元。

表 1: DDM 模型相关参数（单位：百万元）

	第一阶段				第二阶段	永续期
	2018A	2019E	2020E	2021E	(2022-2031)	
净息差	2.19%	2.21%	2.17%	2.17%	2.30%	2.30%
非息收入占比	26%	26%	25%	24%	30%	30%
营业成本/营业收入	31%	31%	30%	30%	35%	35%
资产减值损失/总资产	0.58%	0.62%	0.62%	0.65%	0.60%	0.60%
所得税率	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	21.0%	21.0%
生息资产/总资产	97%	97%	97%	97%	97%	97%
权益乘数	12	12	12	11	9	9
股利支付率	30%	30%	30%	30%	42%	52%

ROA	1.10%	1.09%	1.06%	1.02%	1.15%	1.15%
ROE	13.7%	13.0%	12.5%	12.0%	10.5%	10.5%
净利润增速	4.1%	5.0%	4.8%	4.5%	6.1%	5.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感, 下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 2: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		折现率								
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
永续增 长率	6.5%	19.8	15.0	12.1	10.2	8.8	7.8	7.0	6.3	5.8
	6.0%	17.3	13.9	11.6	10.0	8.7	7.8	7.0	6.4	5.9
	5.5%	15.8	13.1	11.2	9.8	8.7	7.8	7.1	6.5	6.0
	5.0%	14.8	12.6	10.9	9.6	8.6	7.8	7.1	6.5	6.0
	4.5%	14.0	12.1	10.7	9.5	8.6	7.8	7.1	6.6	6.1
	4.0%	13.5	11.8	10.5	9.4	8.5	7.8	7.1	6.6	6.1
	3.5%	13.1	11.6	10.3	9.3	8.5	7.8	7.2	6.6	6.2

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值

我们将全部上市银行放在一起进行比较, 综合比较各公司的当前 PB 以及 ROE, 同时考虑到工商银行负债成本优势所带来的相对谨慎的经营风格 (详见我们 2018 年 5 月 31 日发表的工商银行深度报告《工商银行: 资产端经营审慎, 负债端优势突出》), 我们认为给予其 1.0~1.2 倍动态 PB 是合理的, 对应 2019 年的合理价格区间为 6.9~8.3 元。

表 3: 上市银行估值比较

收盘日:	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
601398.SH 工商银行	5.98	13.7%	13.0%	12.5%	4.1%	5.0%	4.8%	0.95	0.87	0.79	7.3	6.9	6.6
601288.SH 农业银行	3.66	13.4%	12.7%	12.0%	5.1%	7.1%	2.5%	0.81	0.74	0.68	6.5	6.0	5.9
601988.SH 中国银行	3.73	12.0%	11.4%	11.1%	4.5%	3.9%	4.9%	0.73	0.67	0.62	6.4	6.1	5.8
601328.SH 交通银行	5.71	11.5%	11.2%	10.6%	4.9%	4.5%	2.8%	0.66	0.61	0.57	6.0	5.7	5.5
600036.SH 招商银行	36.40	16.6%	16.8%	16.9%	14.8%	14.3%	14.4%	1.81	1.60	1.41	11.6	10.2	8.9
601166.SH 兴业银行	18.85	14.2%	13.9%	13.4%	6.0%	8.6%	8.2%	0.89	0.80	0.72	6.6	6.1	5.6
600016.SH 民生银行	6.19	13.0%	12.3%	11.7%	1.0%	3.9%	4.8%	0.66	0.60	0.55	5.2	5.0	4.8
600000.SH 浦发银行	12.90	13.0%	12.9%	12.4%	3.1%	10.7%	6.6%	0.86	0.77	0.70	7.0	6.3	5.9
601998.SH 中信银行	6.27	11.2%	10.5%	10.1%	4.6%	4.2%	3.1%	0.76	0.70	0.65	7.1	6.8	6.6
000001.SZ 平安银行	16.88	11.4%	11.3%	10.6%	7.0%	14.2%	10.1%	1.49	1.21	1.10	13.7	11.9	10.8
601818.SH 光大银行	4.48	11.7%	11.5%	11.1%	6.7%	6.0%	5.6%	0.81	0.74	0.68	7.3	6.9	6.5
600015.SH 华夏银行	7.66	12.3%	10.1%	9.1%	5.2%	0.9%	1.2%	0.60	0.55	0.51	5.9	5.8	5.8
601169.SH 北京银行	5.53	11.6%	11.3%	11.1%	6.8%	6.2%	6.9%	0.67	0.62	0.57	6.1	5.7	5.3
601009.SH 南京银行	8.96	16.9%	16.7%	16.8%	14.5%	13.2%	13.0%	1.12	0.99	0.88	7.1	6.3	5.5
002142.SZ 宁波银行	27.16	19.0%	17.7%	16.9%	19.9%	18.5%	16.4%	2.31	1.80	1.56	13.9	11.7	10.1
600919.SH 江苏银行	7.13	12.4%	12.8%	12.8%	10.0%	11.9%	10.0%	0.80	0.73	0.67	6.8	6.1	5.5

601128.SH	常熟银行	8.68	13.3%	11.8%	12.3%	17.5%	18.6%	19.4%	1.85	1.44	1.32	16.0	13.5	11.3
平均			13.4%	12.8%	12.5%	7.9%	9.0%	8.1%	1.03	0.90	0.82	8.1	7.4	6.8

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

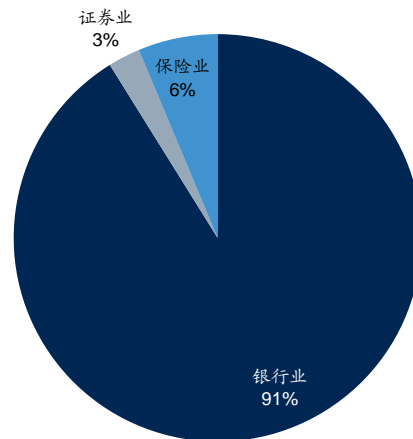
结合绝对估值与相对估值两种方法,我们认为工商银行内在价值为 6.9~9.8 元,对应 2019e PB 1.0~1.4x。其估值目前仅有不到 0.9x,处于非常低的水平,投资价值明显,维持“买入”评级。

大象转型背后的逻辑

银行业因经济而变

银行业是金融服务业的重要组成部分，尤其在类似我国这样的银行主导金融体系中，银行业占整个金融业比重非常高，国民经济中的大部分金融服务由银行业承担。这一情况有利有弊，利在于银行体系更能集中动员资源，弊则在于风险集中在银行体系，近几年改革的讨论一直不绝。

图 1：2019 年二季末银行业总资产占金融业比例

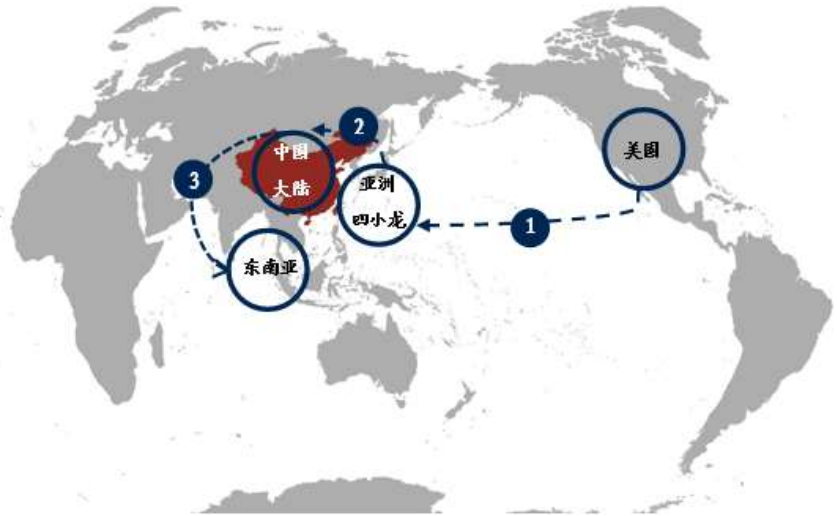


资料来源：央行，国信证券经济研究所整理

过去，学界、业界有过“金融体系之争”，即一国应该选择商业银行主导的金融体系还是资本市场主导的金融体系（亚洲习惯上分别称之为间接金融、直接金融）。不同国家选择不同的金融体系，有历史因素（比如建国之初当时的主要金融服务是些什么内容，之后也不可能完全推倒重建），也有当下的现实因素，而现实因素中最重要的一点，就是哪种体系更能满足现阶段经济发展需要。换言之，选择哪种金融体系，并不是金融服务业（即金融服务的供给方）的一厢情愿，还要看需求方——最大客户实体经济——的具体需求。因为，不同金融体系下的各种金融服务与产品，是适用于不同的经济结构的。而随着一国经济发展水平的提高、产业结构的转型升级，金融服务的种类也要随之变化。

20 世纪下半叶以来，全球经历了一轮接近半世纪的经济增长长期，主要得益于技术进步和其他生产要素的释放。而几次技术进步引领了产业升级，形成了一种国家之间产业梯度转移的现象。即，美国成为全球的科技进步龙头，每次他们取得技术进步并实现产业化后，便将旧的产业转移至其他地区，比如早期亚洲日本和四小龙等承接了传统制造业、电子产业等。然后，产业再逐步转移至中国大陆，最终在中国大陆建立了全面的工业体系，成为制造业大国。目前，产业梯度转移还在进行中，有些低端制造业已经从中国大陆转向东南亚，而中国大陆也在努力谋求进一步的产业升级。

图 2：国家和地区之间的产业梯度转移



资料来源：国信证券经济研究所整理

产业梯度转移是过去半个世纪以来非常明显的现象，一方面是各国追求更高产业增加值的动机，但同时也是经济发展了之后，劳动力成本、自然资源成本等上升导致原有产业盈利微薄，从而不得不转移至更廉价的地方去。因此，是主动、被动因素共同作用的结果。

产业梯度转移是全球的动态视角，如果只从一个地区的视角来看（也就是只盯住转移过程中某一环节），就是“产业升级”现象，将老的产业转移出去，将新的产业转移进来。而这个产业推陈出新的过程中，往往会对金融服务业带来考验。因为，实体经济是金融服务业的客户群体，金融服务的种类要适应、满足客户的需求。产业升级过程中，新老产业交替，而一般规律是：越是处于创新、成长等初级阶段的产业，其风险越大（当然其未来的收益空间也越大），未来现金流越不稳定，可抵质押的物品越少，越不适合以银行贷款为代表的低风险债权融资，更多需要投资银行等服务。随着这些产业逐步成熟，风险变小，现金流变稳定，可能会有一部分陆续成为贷款客户经理的座上宾。

表 4：老产业的适用金融服务

	传统产业	新兴产业
我国现阶段典型代表	制造业、商贸业等	科教文卫等
典型特征	资本密集型、人力密集型	知识密集型、技术密集型
风险收益特征	低风险、低收益且稳定	高风险、高收益且不稳定
拥有资产	土地设备房产等固定资产	知识产权等无形资产
主要融资渠道	债权融资（贷款为主、龙头债券等）	股权融资
主要金融服务	银行信贷和其他传统服务	投资银行、资本市场服务

资料来源：国信证券经济研究所整理

因此，在产业升级的关键时点上，银行需要考虑如何与时俱进，介入资本市场业务，想方设法满足新兴产业的金融服务需求，否则就会错过一个时代，错过未来。而且，这里的银行主要是指大银行，因为小银行可能只需要找到特色领域即可（比如精耕细作当地小微企业的特色银行），不一定会参与全部产业。因此，可以说，在产业升级背景下金融服务如何随之升级，是摆在大银行面前的课题，并且绝无可能绕开。

美国镜鉴

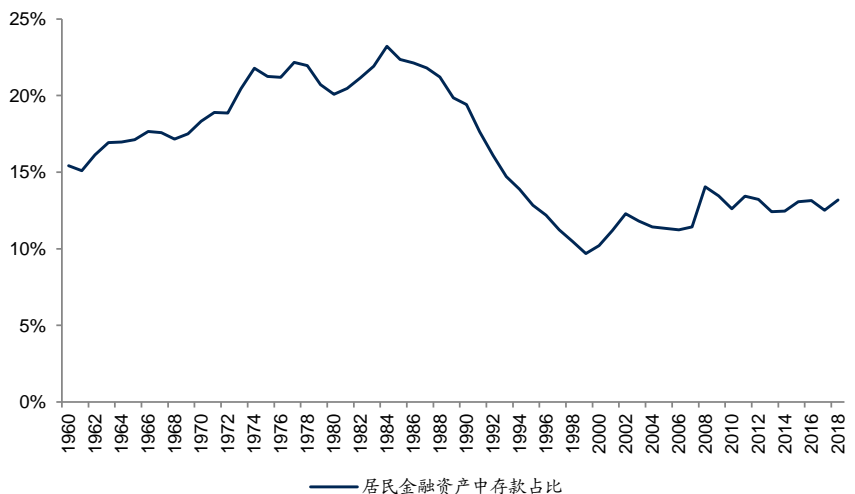
由于国情的巨大差异，美国的经验我国并不能完全照搬，比如一个重大差异便

是美国自建国以来便已有了较为发达的资本市场，并且民族历史文化背景也存在差异。但美国的银行业确实也经历过因多种原因导致的转型，对于我国有一定的参考价值。

可以将 1929-1933 年大萧条之后的金融管制作为分析的起点，利率管制、金融分业、固定汇率（布雷顿森林体系）等措施在大萧条之后陆续出台，对于恢复全球经济有积极贡献。二战后，美国将传统制造业慢慢转移至欧洲、亚洲，自己开始发展技术密集型的产业（很多技术来自军用转民用）。到了 1970 年代，美国遇到了滞胀、石油危机、固定汇率体系崩溃等问题，传统制造业生存压力变大，传统产业加速向日本、亚洲四小龙转移，美国继续发展高技术产业，但这也是他们相对较为艰难的一段时期。1990 年代之后，随着信息技术等领域取得更大的突破和应用，美国产业升级加快，开始执全球科技之牛耳，一边应用新技术改造传统产业，一边发展新的高科技产业形态，同时在全球构建了国际生产网络。

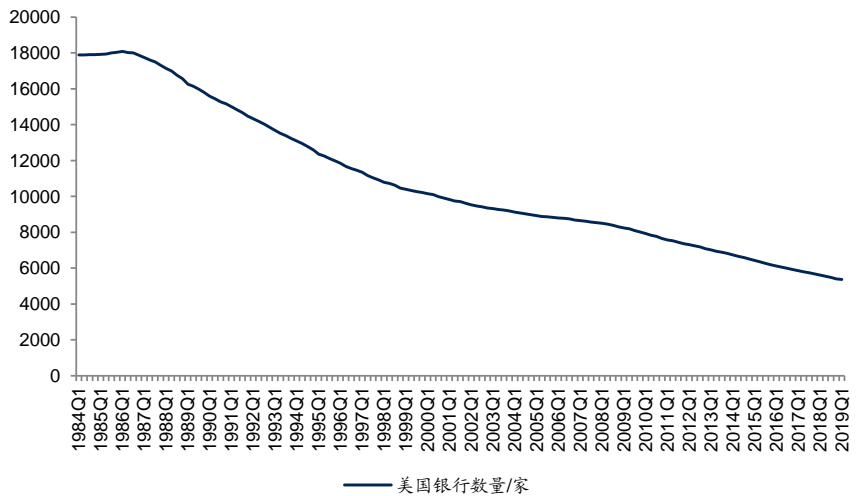
也是在 1970 年代左右，滞胀等原因导致美国原有的金融管制难以为继，金融自由化改革开始推进。银行业的高度管制导致各种以突破监管为目的的金融创新层出不穷，比如货币市场基金、大额存单等，改变了整个金融体系格局，同时也让非银行金融机构得到较大的发展。但这些创新反过来也削弱了管制的效果，从而客观上推进金融自由化进程。这一进程给美国银行业带来巨大的经营压力，最为明显的一点影响是，随着非银行金融机构业务的快速增长，居民的可选投资渠道、企业的可选融资渠道增加，“金融脱媒”现象日益显著。为应对脱媒，部分中小银行开始铤而走险，提高放款的风险偏好，最终诱发了 1980 年代末一次严重的危机，很多银行被淘汰，银行数量快速下降。

图 3：美国居民金融资产中存款占比在上世纪曾大幅下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：美国银行数量变化



资料来源：FDIC，国信证券经济研究所整理

显然，提高风险偏好并不是科学的转型方式，但“危中有机”，美国银行业开始寻找更好的方式。从 1990 年代初开始，美国银行业开始转型，经过数年的优胜劣汰，并购整合，最后依然有优秀的银行胜出。胜出的银行，一般是通过调整业务范围与组织架构、加大创新力度等方式，积极介入资本市场业务等其他新兴业务，从而使那些不再需要存贷款业务的脱媒客户，依然能够被银行综合服务所覆盖，并最终体现为中间业务收入。大的方向，就是伴随产业转型而推进的混业化、综合化。

结合化推进最终推动了监管改革。1999 年，《金融服务现代化法案》颁布实施，大萧条的产物《格拉斯·斯蒂格尔法案》被废除，使得银行扩展业务的监管障碍被清除，美国大型银行全面进入综合化经营时代，产生大型综合银行集团，客户“脱媒”本质是脱离存贷款，但并不脱离银行。这段时期刚好也是全球经济快速发展的时候，部分银行还加快实施国际化推进，进军新兴经济体，找到新的业务机会。可见，银行转型的方式，简单概括就是，“客户跑了”的时候，银行“跟着客户跑”，外在的体现是综合化、国际化。

因此，这一段波澜壮阔转型的最后产物，便是若干家超大型的国际化综合银行集团，此外还有不少扎根当地社区的小型特色银行，主要承做基层的个人、小微（美国一般将两者统称为零售，或称“大零售”，本报告也以“大零售”统称个人、小微）业务，“综合大行、特色小行”成了转型后银行业的典型格局，大小银行有一定程度的分工。

在此，不得不提的是富国银行，有一点“孤案”色彩。它与同量级机构相比，综合化程度不算高，除了资产管理、资产证券化等业务之外，其他资本市场业务参与并不深。同时，它坚持做扎根社区的存贷款业务，也取得了很好的成效，抗周期能力反而更强。但是，这种模式在美国大银行集团中并不算多。我们此前另有深度报告《富国银行成功靠什么？——兼论为何我们认为四大行被低估》（2018 年 5 月 16 日）介绍富国银行。

我国目前的阶段与之较为类似

我国目前所处的阶段，跟上世纪最后二三十年的美国转型时期非常相似。

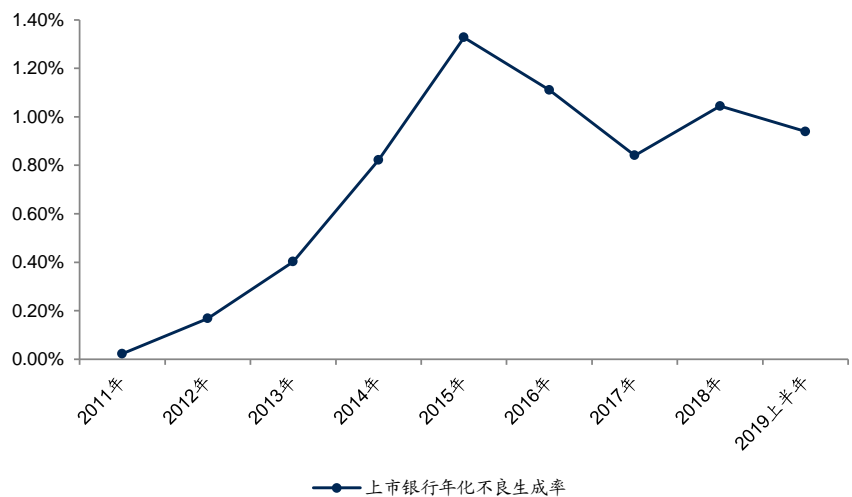
产业方面，我国目前便是处于产业结构转型升级的关键时期，传统的低端制造业逐渐式微，甚至里面有不少落后、过剩的产能，依然处于残酷的淘汰过程中。

而新兴产业、高端制造业、现代服务业则还在培育发展过程中，已取得了一定成效，但还不足以形成经济支柱，经济转型面临“青黄不接”的风险，转型任务依然沉重。而且，由于面临更大的国际贸易摩擦，以前常用的对外引进技术的方法，目前面临很大的不确定性，技术进步的难度更大。

金融方面，市场化改革不断推进，资本市场在国家经济工作中的地位已被显著提高，监管部门不断修订文件，持续放开新市场、新业务、新产品，并且加快了证券经营机构（证券公司、基金公司、期货公司等）和金融市场（股票市场、债券市场、货币市场等）的对外开放。资本市场在支持新兴产业发展的进程中起到越来越大的作用，这也给银行带来很大的竞争压力。

因此，此时的银行业，一方面要处理老旧产业淘汰过程中的不良资产压力，同时另一方面又要掌握新的服务方式，以便服务好新兴产业，并且找到新的业务空间，确实也是处于较为艰难的一段时期。服务新兴产业方面，银行业又面临非银行金融机构更大的竞争，虽然体量上依然占据绝对优势，但在抢占新兴产业阵地上，已面临很大压力。所幸的是，不良资产压力集中释放在 2012-2018 年间，目前这一轮不良资产出清已接近尾声，后续压力不算大。因此，后续的重点任务，便是找到新的业务空间。

图 5：银行业的不良资产压力比前几年有所减轻



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

美国银行业通过残酷的市场竞争最终达到了最终的行业格局，即“综合大行、特色小行”。我们不可能完全复制，但可以作为我们转型的参考，并结合自身国情和新时代背景，相应调整优化。对于我国以工商银行为代表的大型银行而言，也是“综合大行”的方向，国际化综合银行集团是较为符合未来转型方向战略选择。

但与上世纪的美国不同的是，由于各种新型金融科技的技术进步，我国大型银行目前有可能借助技术力量，服务于原本只有中小银行能做的个人、小微（大零售）客群。换言之，由于时代的技术进步，我国大型目前的战略转型的技术条件要好于过去的美国，有可能出现兼具综合大行和零售特色的大型银行。

工行的战略转型之路

工商银行是我国最大的商业银行，是业内的“老大哥”，它的战略选择很大程度上

能起到行业风向标作用，为各界所关注。此前，工商银行提出了“跨业、跨境、跨界”的转型战略，与前述结构转型的时代背景高度吻合，有可能成为大型银行战略转型的样本：

- 跨业即进入原本不是银行主阵地的资本市场业务，服务新老产业，也就是“综合化”；
- 跨境即进军海外市场，有些市场发展阶段还更早，产业相对还较传统，有利于传统银行业的发挥，也就是“国际化”；
- 跨界即利用金融科技等手段，为客户（主要是大零售客群）提供金融和非金融服务，从而实现高效的获客、服务与授信，从而使大型银行可以高效地从事小微等业务。这一点是我国现在比上世纪末的美国银行业更有利的一点，即“零售化”。

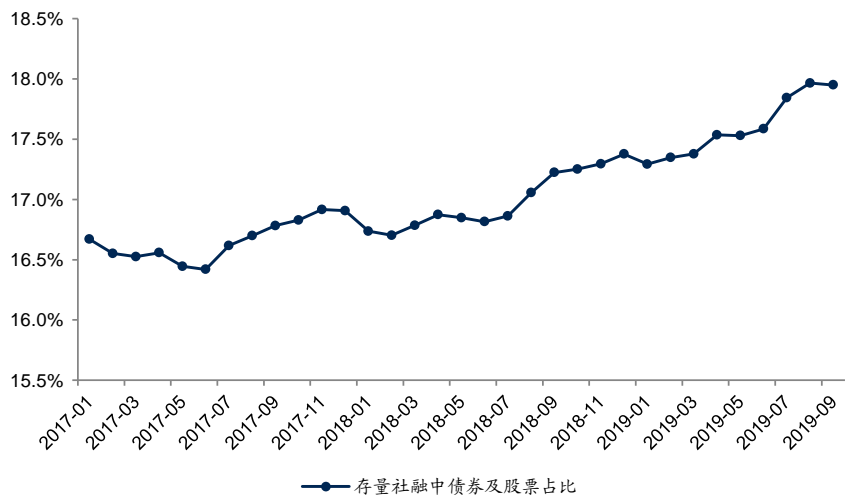
因此，上述“跨业、跨境、跨界”转型战略就是西方典型的综合化、国际化转型方向，外加借助金融科技覆盖了原先大型银行不易参与的大零售客群，即零售化（当然，金融科技不仅仅服务大零售，同样可服务各大客群）。随着上述战略的推进，我们深信工商银行能够获得较好的经营效果，实现大象起舞。

跨业：综合化服务新老产业

正如前文所述，随着未来产业转型升级，原本适合用贷款服务的传统制造业式微，传统产业在淘汰过程中通过产业整合，出现集中化趋势，有些产业将仅剩几家大的巨头。这几乎是传统产业不可避免的宿命。这种情况下，这些产业，要么是新投入的资本越来越少，要么是这些大巨头直接通过资本市场融资，对信贷的需求量将大幅减弱。

从近几年市场表现来看，整体社融中债券（含企业债、专项债）及股票融资的占比在持续提高，这几乎是经济结构转型中的必然现象。

图 6：社融中债券及股票融资占比提升



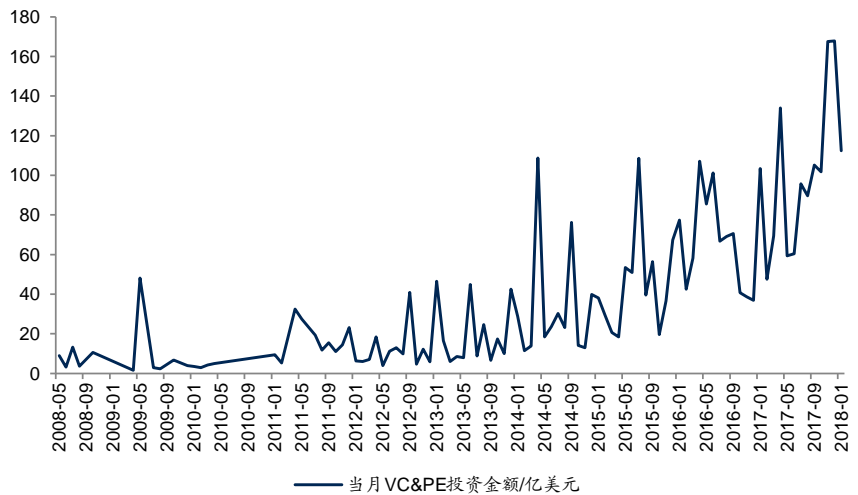
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

随着传统产业继续推进整合，业内大型巨头信息透明度较高，而银行提供信贷的一大逻辑基础是企业信息不对称程度高，需要由银行挖掘企业的非公开信息（即信息生产工作），并完成风险定价。如果企业本身信息较为透明，财报可信度高，那么本身就无需银行进行很重的信息生产工作，更适合在市场上公开发行证券来融资，成本一般会更低。因此，传统产业整合之后，龙头会更加倾向

直接金融，银行信贷占比长期上继续下降的趋势依然还会延续。

另一方面，代表着未来转型希望的各种新兴产业，风险较高、未来现金流不稳定，不适合用贷款服务，国际通用的融资方式是股权融资，比如种子、VC、PE等，不过社融统计时这一块统计不全面。从其他数据上看，近几年VC及PE的投资额也在快速增长。

图 7：国内近几年 VC 及 PE 的投资额快速增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

因此，不管是整合过程中的传统产业，还是方兴未艾的新兴产业，其信贷需求均会减弱，这是产业结构升级的必然趋势。但是，对其他金融服务依然有需求，包括日常的资金管理与结算、财务咨询顾问、直接融资服务（多为资本市场业务）、并购、业务资源整合引荐等。概括而言，这些企业对信贷融资的需求少，但多元金融服务需求仍然是很多的。此时，如果银行仍然像过去一样仍然以存贷款为主体，则必将丢失这些客户。

为此，很多银行都开始向综合金融集团发展，成为以商业银行为主的金融控股集团，旗下拥有多种非银行金融牌照。目前，工商银行旗下拥有基金、投行（香港）、保险等牌照，牌照种类较为齐全，尚缺内地证券、信托等少数牌照。

表 5：六大行金融牌照对比

	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行	邮储银行
银行	√	√	√	√	√	√
券商（内地）				√		
券商（香港）	√	√	√	√	√	
保险	√	√	√	√	√	
信托		√			√	
基金	√	√	√	√	√	
金融租赁	√	√	√	√	√	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

六大行中横比来看，工商银行牌照种类并不是最多的，但是，由于拥有数量庞大、质量上乘的对公客群，因此其未来综合化发展空间巨大。

牌照代表的是各银行拥有的“兵器”，但武艺再精湛也得有用武之地，就是得拥有足够雄厚的客群。工商银行拥有最强的对公客群，对公客户数达到 762.8 万户，是国内最大的对公银行。这一方面有历史原因，即工商银行成立之初便从人民银行继承了当时的全部工商企业客户，同时也是由于工商银行强大的业务与渠

道实力，使很多企业开户在工商银行最为便利。目前，国内大部分超大型企业集团都是工商银行的客户，此外还覆盖了大量的中小微企业。同时，这 762.8 万户企业中的大部分，也是各自行业、各自地区的佼佼者，质地较为优良。而且，值得一提的是，经历了上一轮不良资产周期之后，工商银行早在 2016 年开始布局战略新兴产业、现代服务业等，包括高端装备制造业、节能环保、新能源新材料、互联网相关领域等，在行业内较为领先。

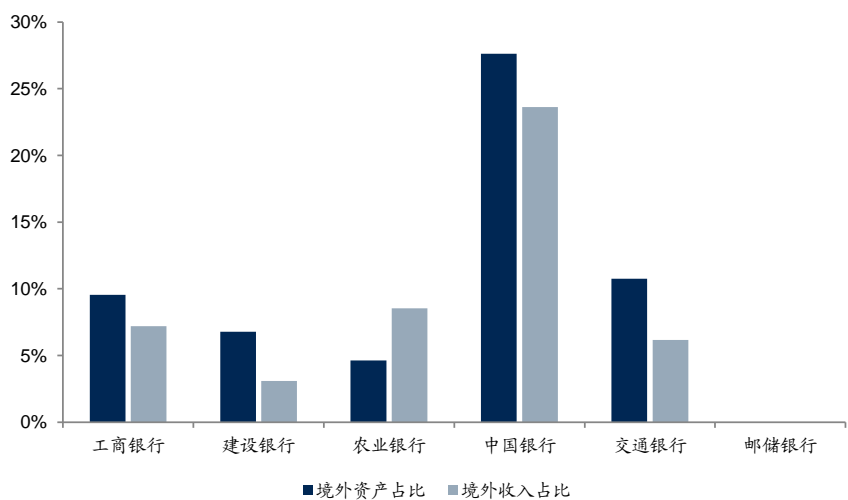
展望未来，随着各类新兴产业的对公客户发展壮大，对综合金融服务的需求也越会越多，这才能使工商银行的各类金融牌照充分发挥其功能，用来服务好客户，并且产生效益，而不是仅仅成为“牌照收集者”。

跨境：加快国际化布局

国际化是综合大型银行集团的必然选择，一般先服务走出去的本土客户（服务“老乡”），然后再将业务逐步扩展至当地客户，最终充分融入当地。首要的动因，是在本土产业升级转型中，随着传统产业向外转移，金融机构跟着走出去，继续为这些企业提供全球化金融服务。由于银行对这些传统产业相对熟悉，对本土企业也较熟悉，因此这种做法相对稳妥，起步风险较小。事实上，其他发达经济体的银行国际化，基本上都是伴随自己的本土企业走出去，比如当年外资产业进入我国时，他们本国的金融机构会随之而来（甚至在一国之内，某些城商行跨区经营时，也是这一规律，起先服务“老乡”企业为主）。待到在海外展业时间足够长了之后，对当地各方面相对熟悉之后，同时也获得了当地居民的认可之后，才慢慢将业务覆盖至当地居民，日益融入。当然，这可能需要很多年之后，因此，目前我国银行业的走出去仍然以服务中资企业走出去为主。

工商银行布局海外，策应国家“一带一路”重大战略，同时也是服务自己的企业客户走出去。根据 2019 年中报数据，工商银行已在境外 47 个国家或地区布局了分支机构（分行或子行），海外资产布局已接近 10%。

图 8：六大行境外业务占比



资料来源：各银行 2019 年中报，国信证券经济研究所整理

图 9：工行境外机构分布



资料来源：工行 2019 年中报，国信证券经济研究所整理

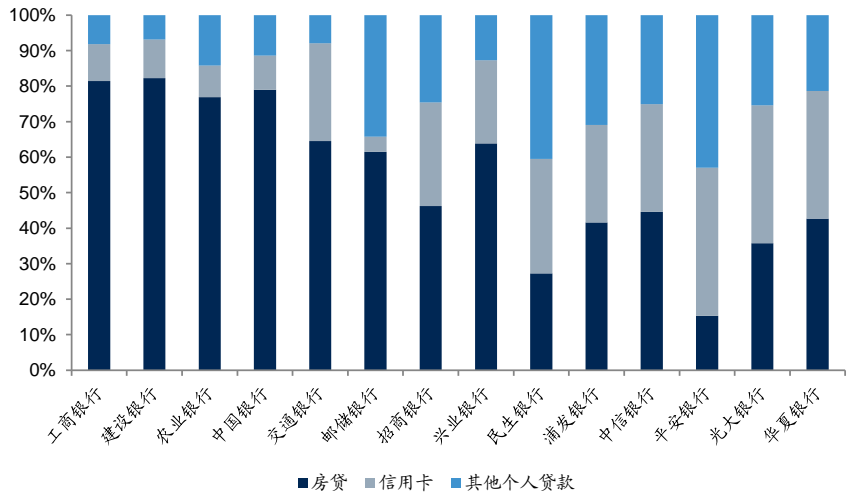
国际化布局并不是盲目出海，四处出击，而是有的放矢。工商银行的网点多为新近几年开设，境内外协同水平可能还不如老牌全球化银行，但更加侧重于布局于新兴国家和“一带一路”沿线国家(老牌全球化银行早期一般先进入西方发达国家)，而这些区域可能是我国传统产业转移出去的重点区域。这一点与美国银行业全球化有些类似，本土传统产业转移至新兴国家，然后银行业跟随服务。很显然，这一趋势在未来一段时期内仍然不可扭转，如果我国产业升级步伐加快，那么传统产业转移至其他新兴国家的步伐也会加快，同时近年的贸易摩擦也促使产业转移有所加快。因此，我们预计工商银行的海外布局更加契合产业梯度转移规律，能够更好分享全球化成果。

跨界：利用科技服务大零售

随着对公部门的传统产业客户收缩，大零售的重要性开始突显，大大小小的银行都开始陆续转向大零售，未来个人、小微客户会成为贷款的重点投向。但是，某些标准化程度高的领域，可能很快就会呈现出较为激烈的竞争，比如个人住房贷款，基本上就是价格取胜、大行通吃(但我国目前由于实施房地产调控，有一些额外的价格或数量管控措施，因此该领域还未达到自由竞争状态)。反而是在一些非标准化的领域，留给了不同银行的错位竞争空间。

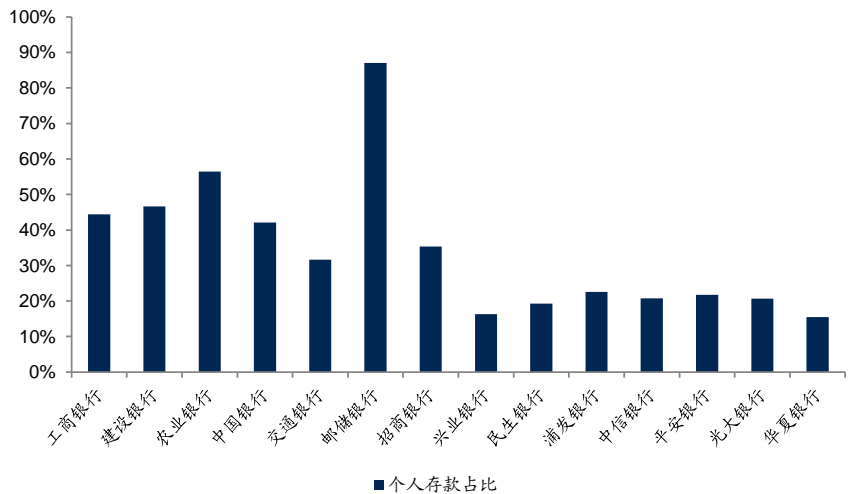
对于大型银行而言，用传统方式服务海量的个人、小微客户是不可想象的，这已经超出了人类传统组织管理能力的边界。工商银行拥有高达 6.27 亿人的个人客户，目前零售业务主体仍然是个人住房贷款、储蓄存款，工商银行也正在努力拓展业务，包括财富管理、小微信贷等。目前及未来很长一段时间，将处于将个人客户的潜力、价值向更深处挖掘的阶段，而这需要现代金融科技的支持。

图 10: 大行的个人贷款以房贷为主



资料来源: 各银行 2019 年中报, 国信证券经济研究所整理

图 11: 大行的存款中个人存款占比明显更高



资料来源: 各银行 2019 年中报, 国信证券经济研究所整理

金融科技泛指各种运用于金融服务中的现代科技手段, 其中又主要以信息技术为主。二战后, 银行业大致经历了三次科技浪潮, 即上世纪最后二三十年的引进计算机替代手工(金融电子化), 2000 年前后的网络技术引进(金融网络化, 以在线金融服务为代表)以及此次金融科技变革(金融智能化), 每次都使金融服务效率大幅提升。最新这次浪潮发端于 2013 年前后, 跟上一次浪潮的核心差异, 是互联网业经过 20 年左右的蓬勃发展, 网络世界积累了海量数据, 称大数据, 并开始挖掘其价值。民间称此次浪潮为“互联网金融”, 其实并不准确, 因为此次浪潮的突破口并不是互联网, 而是大数据。利用大数据技术, 大型银行可以分析、刻画大零售客户的行为和风险特征, 从而能够自动决策向其推介什么产品甚至为其定制产品(精准营销与智能金融), 以及是否可以同意其贷款申请(征信授信)。简言之, 以大数据技术为代表的现代金融科技, 使银行从事高

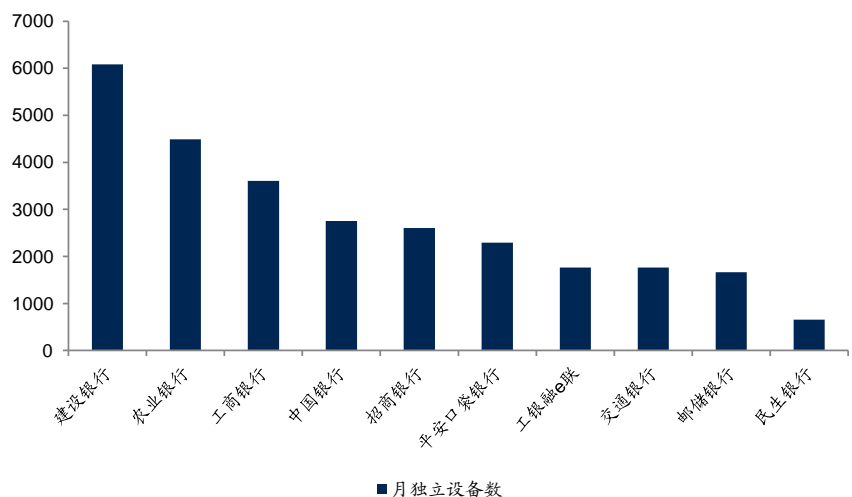
度非标准化的大零售业务成为了可能，使以合理成本服务长尾客户成为了可能。工商银行于 2018 年整合了信息科技部和产品创新管理部，组建金融科技部；整合了数据中心（北京）和产品研发中心，组建业务研发中心。2019 年 5 月，又在前述部门的基础上，正式成立了工银科技有限公司，注册于雄安。目前，国内银行业已成立不少类似的科技公司或事业部，但具体模式仍在探索之中，效果还有待显现。

但是，我们又不必过度拔高金融科技的意义，因为现在技术扩散较快，很多技术可能会在很短时间内成熟、推广，并可轻易购得，成为各家银行的必备之器。届时，比拼的又是对技术的整合应用水平、对需求的响应水平，以及对自身现有客户的潜力价值挖掘。工商银行目前除拥有 6.27 亿人的个人客户之外，还有 40 万户的小微企业客户，从客户数量上看，无疑是全球最大的零售银行，未来重点是利用金融科技，深度挖掘这些大零售客户的需求，为他们设计相应的产品，以便创造更高价值。

比如小微信贷（有些属于对公部门，在此一并讨论），我国长期以来一直是小型银行的天下，它们利用天然亲近关系或人海战术（即紧密调研与跟踪），化解信息不对称，因此实现了放贷。同时，由于银行整体规模小，团队管理半径有限，也实现了良好的管理。我们有专门报告《小微信贷两大模式：水泥或鼠标》（2019 年 9 月 23 日）。这种模式若由大型银行来开展，其管理难度是超乎想象的，因此过去大型银行一直很难深度涉水小微信贷。如今，在大数据技术等技术支持下，大型银行可能从银行内外采集客户数据，利用大数据征信、反欺诈、风险管理等系统，综合评判小微企业的信贷需求与风险，实现业务开展。

更进一步，为了掌握更多的大零售客户数据，工商银行等大型银行甚至还进一步跨界至生活服务、电子商务等领域，推出相应 APP，招揽客户过来参与，从而积累他们的大数据。虽然这些服务暂时无法实质性对抗各自领域的专业服务商，但也已取得一定效果。2018 年，工商银行的融 e 行（手机银行 APP）活跃用户数 3.13 亿户，“融 e 购”（品质电商平台）成交额达到 1.11 万亿元，“融 e 联”（工行的“微信”）注册用户 1.5 亿户。

图 12: 银行类 APP 月独立设备数前十（2019.9 数据）



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

因此，工商银行的“跨界”主要包括跨入金融科技、生活服务等非金融领域，其根本目的还是为自己的金融业务导入客流、技术和数据。当然，对于工商银行这

样的全球第一大零售银行而言，存量客户庞大，导客流倒未必是最紧迫的，核心还是引进技术以便进一步深挖存量客户的价值。

盈利预测

假设前提

我们对工商银行盈利增长的关键驱动因素假设如下：

- 总资产增长率：考虑到央行力图实现社融及 M2 增速与名义 GDP 增速的匹配，我们预计未来几年银行业总资产增速大致在名义 GDP 增速附近波动，从 Wind 一致预测的名义 GDP 增速来看，大致在 8% 上下。我们假设 2019-2021 年工商银行总资产同比增速分别为 7.4%/8.1%/8.1%；
- 净息差：我们在未来利率保持稳定的假设下，通过资产负债到期日结构数据测算未来净息差变化。我们预计工商银行 2019-2021 年净息差为 2.21%/2.17%/2.17%（将 FVPL 投资收益还原为利息收入后）。考虑到未来利率变动存在较大不确定性，以及重定价未考虑新投放资产收益率及新增负债付息率情况，可能存在较大误差，我们在下表中对净息差做了敏感性分析；
- 资产质量：我们假设公司整体不良生成率走势与行业一致，谨慎假设未来不良生成率将有所上升，假设 2019-2021 年不良生成率为 0.85%/1.00%/1.00%；考虑到公司的不良贷款率已经非常低，难以继续下降，我们假设 2019-2021 年不良贷款率稳定在 1.44%；由于不良生成率增加，我们假设公司拨备覆盖率略有下降，2019-2021 年分别为 189%/188%/190%；
- 分红率：假设未来分红率跟 2018 年一样，为 30%。

未来三年盈利预测

在上述关键假设下，我们预计公司 2019-2021 年净利润同比增长 4.9%/4.7%/4.4%，归母净利润同比增长 5.0%/4.8%/4.5%，两者均大致在 5% 上下浮动；2019-2021 年 ROE 为 12.6%/12.3%/11.8%。

表 6：盈利预测结果

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业净收入	773,789	827,914	872,126	934,381
(+/-%)	6.5%	7.0%	5.3%	7.1%
营业成本	241,008	254,220	265,132	280,592
利润总额	372,413	390,802	409,318	427,506
减：所得税	73,690	77,329	80,992	84,591
净利润	298,723	313,473	328,326	342,915
(+/-%)	3.9%	4.9%	4.7%	4.4%
摊薄每股收益(元)	0.82	0.86	0.91	0.95
总资产收益率(ROA)	1.10%	1.09%	1.06%	1.02%
净资产收益率(ROE)	13.4%	12.6%	12.3%	11.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁，因此净息差对预测影响不确定性最大，我们进行如下敏感性分析：

表 7：净利润增速及 ROE 对净息差的敏感性分析

	净利润同比			ROE		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
净息差 (+5bps)	8.7%	8.6%	8.4%	13.2%	12.7%	12.2%
基准情形	4.9%	4.7%	4.4%	12.8%	12.3%	11.8%
净息差 (-5bps)	1.2%	0.9%	0.5%	12.3%	11.8%	11.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司折现率的假设和永续期 ROE、永续增长率的假定，及其和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

(1) 我们尽可能拉取了较长时间的回报率，以此作为我们所认为的大盘长期投资收益率合理假设值。但市场上投资者众多，不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致，因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值，这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析，但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值；

(2) 我们直接假定公司在第二阶段、第三阶段的 ROE 相对行业的差值，从而判断公司的 ROE。该假设所基于的前提，是全行业长期 ROE 在 10% 左右，而这一假设又进一步基于行业竞争充分，存在高效的准入和退出机制。但现实情况是，目前行业准入难度较高，推出壁垒也很高。虽然监管当局推动民营银行成立、研究银行业破产相关法律法规等有助于增强行业准入退出效率，但未来行业能否实现高效的准入和退出机制在时间上存在不确定性。较高的退出壁垒可能导致行业竞争过度，从而拉低公司估值水平；

(3) 我们假设公司永续增长率将收敛于长期名义 GDP 增速，但对名义 GDP 增速的假设比较主观。虽然有美国长达 90 年的名义 GDP 增速作为参考，但依然存在不确定性。我们对此进行了敏感性分析，但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外；

(4) 相对估值时我们选取了全部上市银行进行比较，选取了可比公司平均动态 PB 作为相对估值的参考，可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。此外，相对估值法还存在行业整体被低估，从而导致公司横向对比得到的估值亦被低估的风险。

盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分：一是由于市场利率变动频繁，加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置，更加剧了市场利率波动的影响；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。

对于净息差可能存在的偏离，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了偏向保守的假设。

政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响，正面和负面影响都有可能。

财务风险

公司权益乘数很高，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司经营产生不利影响。

其他风险

工商银行资产规模很大，对金融系统影响举足轻重，因此未来可能会面临更加严格的监管，这可能会对公司经营产生一定约束。

表 8: 估值表

收盘日:	港元汇 率:	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
2019/10/27	0.9027													
601398.SH	工商银行	5.98	13.7%	13.0%	12.5%	4.1%	5.0%	4.8%	0.95	0.87	0.79	7.3	6.9	6.6
601288.SH	农业银行	3.66	13.4%	12.7%	12.0%	5.1%	7.1%	2.5%	0.81	0.74	0.68	6.5	6.0	5.9
601988.SH	中国银行	3.73	12.0%	11.4%	11.1%	4.5%	3.9%	4.9%	0.73	0.67	0.62	6.4	6.1	5.8
601328.SH	交通银行	5.71	11.5%	11.2%	10.6%	4.9%	4.5%	2.8%	0.66	0.61	0.57	6.0	5.7	5.5
—														
600036.SH	招商银行	36.40	16.6%	16.8%	16.9%	14.8%	14.3%	14.4%	1.81	1.60	1.41	11.6	10.2	8.9
601166.SH	兴业银行	18.85	14.2%	13.9%	13.4%	6.0%	8.6%	8.2%	0.89	0.80	0.72	6.6	6.1	5.6
600016.SH	民生银行	6.19	13.0%	12.3%	11.7%	1.0%	3.9%	4.8%	0.66	0.60	0.55	5.2	5.0	4.8
600000.SH	浦发银行	12.90	13.0%	12.9%	12.4%	3.1%	10.7%	6.6%	0.86	0.77	0.70	7.0	6.3	5.9
601998.SH	中信银行	6.27	11.2%	10.5%	10.1%	4.6%	4.2%	3.1%	0.76	0.70	0.65	7.1	6.8	6.6
000001.SZ	平安银行	16.88	11.4%	11.3%	10.6%	7.0%	14.2%	10.1%	1.49	1.21	1.10	13.7	11.9	10.8
601818.SH	光大银行	4.48	11.7%	11.5%	11.1%	6.7%	6.0%	5.6%	0.81	0.74	0.68	7.3	6.9	6.5
600015.SH	华夏银行	7.66	12.3%	10.1%	9.1%	5.2%	0.9%	1.2%	0.60	0.55	0.51	5.9	5.8	5.8
—														
601169.SH	北京银行	5.53	11.6%	11.3%	11.1%	6.8%	6.2%	6.9%	0.67	0.62	0.57	6.1	5.7	5.3
601009.SH	南京银行	8.96	16.9%	16.7%	16.8%	14.5%	13.2%	13.0%	1.12	0.99	0.88	7.1	6.3	5.5
002142.SZ	宁波银行	27.16	19.0%	17.7%	16.9%	19.9%	18.5%	16.4%	2.31	1.80	1.56	13.9	11.7	10.1
600919.SH	江苏银行	7.13	12.4%	12.8%	12.8%	10.0%	11.9%	10.0%	0.80	0.73	0.67	6.8	6.1	5.5
—														
601128.SH	常熟银行	8.68	13.3%	11.8%	12.3%	17.5%	18.6%	19.4%	1.85	1.44	1.32	16.0	13.5	11.3
平均			13.4%	12.8%	12.5%	7.9%	9.0%	8.1%	1.03	0.90	0.82	8.1	7.4	6.8

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

价值评估(倍)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
P/E	7.3	6.9	6.6	6.3	净利息收入	572,518	616,410	651,855	705,944
P/B	0.9	0.9	0.8	0.7	利息收入	948,094	996,445	1,055,741	1,141,535
P/PPoP	4.0	3.7	3.5	3.3	利息支出	375,576	380,035	403,886	435,591
市值/总资产(A股)	7.4%	6.9%	6.4%	5.9%	资产准备支出	161,594	184,118	198,901	227,509
股息收益率(税后)	4.2%	4.4%	4.6%	4.8%	拨备后净利息收入	410,924	432,291	452,954	478,435
					手续费净收入	145,301	155,534	164,300	172,467
					其他经营净收益	55,970	55,970	55,970	55,970
每股指标(元)	2018A	2019E	2020E	2021E	营业净收入	773,789	827,914	872,126	934,381
EPS	0.82	0.86	0.91	0.95	营业费用	241,008	254,220	265,132	280,592
BVPS	6.30	6.91	7.55	8.22	营业外净收入	1,226	1,226	1,226	1,226
PPoPPS	1.49	1.61	1.70	1.83	拨备前利润	532,781	573,694	606,994	653,789
DPS	0.25	0.26	0.28	0.29	总利润	372,413	390,802	409,318	427,506
盈利驱动	2018A	2019E	2020E	2021E	所得税	73,690	77,329	80,992	84,591
存款增长	11.4%	9.0%	9.0%	9.0%	少数股东利润	1,047	1,047	1,047	1,047
贷款增长	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	净利润	298,723	313,473	328,326	342,915
存贷比	72%	72%	71%	71%					
盈利资产增长	7.1%	7.4%	8.1%	8.1%	资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
贷款收益率	4.30%	4.27%	4.23%	4.23%	现金及存放同业	1,526,848	1,805,355	1,887,100	1,971,648
债券收益率	3.18%	3.12%	2.97%	2.97%	央行准备金	3,372,576	3,676,108	4,006,958	4,367,584
资产生息率	3.63%	3.58%	3.52%	3.52%	拆放金融企业	169,650	200,595	209,678	219,072
存款成本率	1.36%	1.36%	1.36%	1.36%	贷款	15,046,132	16,250,504	17,609,006	19,069,781
负债付息率	3.53%	3.47%	3.29%	3.29%	贷款拨备	-373,773	-454,757	-488,755	-536,555
净息差(NIM)	2.19%	2.21%	2.17%	2.17%	债券投资	6,754,692	6,926,072	7,488,234	8,093,080
净利差(SPREAD)	2.06%	2.09%	2.05%	2.05%	固定资产	288,606	313,814	327,519	334,671
非利息收入比重	26%	26%	25%	24%	递延税款净额	48,392	48,392	48,392	48,392
费用收入比(含税金及附加)	31.1%	30.7%	30.4%	30.0%	其他资产	492,644	528,840	587,458	658,120
拨备支出/平均贷款	1.12%	1.18%	1.17%	1.24%	盈利资产	26,869,898	28,858,634	31,200,976	33,721,165
有效所得税率	20%	20%	20%	20%	总资产	27,699,540	29,749,680	32,164,345	34,762,348
					金融企业存放	2,329,777	2,100,741	2,035,448	1,941,386
					存款	21,408,934	23,335,738	25,435,954	27,725,190
收入盈利增长	2018A	2019E	2020E	2021E	应付款项	656,750	704,191	760,805	821,905
净利息收入增长	9.7%	7.7%	5.8%	8.3%	发行债券	959,196	1,045,524	1,139,621	1,242,187
手续费收入增长	4.1%	7.0%	5.6%	5.0%	付息负债	24,697,907	26,482,002	28,611,023	30,908,763
营业净收入增长	6.5%	7.0%	5.3%	7.1%	总负债	25,354,657	27,186,194	29,371,828	31,730,668
拨备前利润增长	8.8%	7.7%	5.8%	7.7%	实收资本	356,407	356,407	356,407	356,407
净利润增长	3.9%	4.9%	4.7%	4.4%	公积金	151,968	151,968	151,968	151,968
资产盈利能力	2018A	2019E	2020E	2021E	一般准备	279,064	293,938	309,520	325,796
RoAE	13.4%	12.6%	12.3%	11.8%	未分配利润	1,206,666	1,379,940	1,561,487	1,751,049
RoAA	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	少数股东权益	14,882	14,882	14,882	14,882
RoAA(拨备前)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	所有者权益	2,344,883	2,563,487	2,792,517	3,031,680
RoRWA	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	贷款结构	2018A	2019E	2020E	2021E
资产质量	2018A	2019E	2020E	2021E	企业贷款	61%			
不良资产率	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	票据贴现	2%			
拨备覆盖率	176%	189%	188%	190%	个人贷款	37%			
拨备余额/全部贷款	2.4%	2.7%	2.7%	2.7%	存款结构	2018A	2019E	2020E	2021E
资本	2018A	2019E	2020E	2021E	企业活期	30%			
资本充足率	15%	16%	16%	16%	企业定期	24%			
一级资本充足率	13%	14%	14%	14%	储蓄活期	18%			
财务杠杆(倍)	11.8	11.6	11.5	11.5	储蓄定期	26%			
风险加权资产比重	62%	61%	61%	61%	其他存款	2%			
核心一级资本充足率	13.0%	13.6%	13.8%	13.9%					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032