

工商银行：稳健龙头，综合金融标杆

——工商银行首次覆盖报告

核心观点

- **工行资产投放审慎，强揽储能力贡献低负债成本，造就息差优势。**工行整体资产投放较为审慎，收益率优势不明显，对公贷款收益率与国有行平均水平接近，个人贷款收益率略低于国有行平均水平。但工行在负债端的成本优势却非常显著。2014年以来，工行客户存款付息率就低于国有行平均水平。且因其具有良好的对公、零售资源以及强大的综合金融服务能力，揽储能力强于同业，在存款竞争日益激烈的情况下，公司仍能保持较低的存款付息率，逐渐拉大与国有行平均水平距离，存款付息率优势愈加明显，贡献高息差。
- **资产结构持续优化，资产质量稳健，抗风险能力强。**工行积极调整贷款投向，压降“两高一剩”行业贷款，“银政合作”项目保证贷款质量。具体行业中，降低不良率较高的批发零售业占比，提升电力、水利等银政合作项目较多、国家支持力度较大的行业贷款占比。且低不良率的住房按揭贷款占比显著高于国有行平均水平，并呈上升趋势。公司不良生成率显著低于国有行平均。
- **客群基础庞大、综合金融服务能力强，促进中收稳健发展。**工行客群基础庞大，且整体质量较优，通过与企业端合作，引流企业员工开设工资卡、信用卡，并衍生中高端客户服务。多元化、定制化的综合金融产品促进了理财与私行业务的较快发展。结算、清算及现金管理业务对中收贡献也超过20%，得益于公司良好客户基础和较强的综合金融、跨境服务能力，公司该项业务规模超出第二名一倍以上，龙头优势显著。

财务预测与投资建议

- 我们用PB法对公司进行估值，得到公司2019-2021年EPS预测值为0.88、0.92、0.97元，BVPS预测值为6.94、7.62、8.34元。根据可比公司2020年平均一致预期PB调整值0.75倍，得到目标价5.72元。目标价对应2020年PB为0.75倍，2020年PE为6.23倍。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 经济仍有下行压力，工行投向小微企业贷款风险增加；降息幅度超预期，或致工行息差有一定压力。

公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	726,502	773,789	836,289	894,527	969,290
同比增长(%)	7.5%	6.5%	8.1%	7.0%	8.4%
营业利润(百万元)	361,842	371,187	388,272	406,505	431,186
同比增长(%)	0.4%	2.6%	4.6%	4.7%	6.1%
归属母公司净利润(百万元)	286,049	297,676	312,447	326,872	346,569
同比增长(%)	2.8%	4.1%	5.0%	4.6%	6.0%
每股收益(元)	0.80	0.84	0.88	0.92	0.97
总资产收益率(%)	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
净资产收益率(%)	14.4%	13.8%	12.4%	11.5%	11.2%
市盈率	6.74	6.48	6.17	5.90	5.56
市净率	0.94	0.86	0.78	0.71	0.65
P/POP	3.94	3.62	3.38	3.19	2.96

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2020年03月06日)	5.41元
目标价格	5.72元
52周最高价/最低价	6.01/5.3元
总股本/流通A股(万股)	35,640,626/26,961,221
A股市值(百万元)	1,928,158
国家/地区	中国
行业	银行
报告发布日期	2020年03月08日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.08	-1.64	-5.91	-7.52
相对表现	-2.96	-7.76	-11.96	-15.07
沪深300	5.04	6.12	6.05	7.55



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐子佩
021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060001

联系人 张静娴
021-63325888-4311
zhangjingxian@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 稳健龙头，综合金融标杆.....	5
1.1. 稳健龙头，低成本优势显著.....	5
1.2. 股权高度集中，国际化、综合化布局完善.....	7
2. 强大的揽储能力贡献低成本负债，造就息差优势.....	9
2.1. 对公资源丰厚，综合金融服务引流存款.....	9
2.2. 大零售战略增强客户粘性，零售端较快发展.....	10
2.3. 存款成本低于同业，贡献高净息差.....	11
3. 贷款结构优化，提振资产质量.....	12
4. 综合金融促非息，中收稳健发展.....	15
4.1. 银行卡及私人银行业务助力非息收入提升.....	15
4.2. 结算与清算业务龙头，国际化、综合化促进非息业务增长.....	17
5. 盈利预测与投资建议.....	18
5.1. 盈利预测.....	18
5.2. 投资建议.....	20
6. 风险提示.....	21

图表目录

图 1: 2019Q3 工商银行总资产（十亿元）同业第一	5
图 2: 2019Q3 工商银行营业收入、净利润均位列同业第一	5
图 3: 工商银行拨备覆盖率（%）、贷款拨备率（%，右轴）略低于国有行平均水平	5
图 4: 工商银行资本充足率（%）稳中有升	5
图 5: 近年来工商银行净息差（%）整体高于国有行均值	6
图 6: 工商银行付息率（%）低于国有行平均水平	6
图 7: 工商银行境外机构税前利润（亿美元）逐年上升	8
图 8: 工商银行综合布局完善（2019H1）	8
图 9: 工商银行国际布局完善（2018 年报）	8
图 10: 工商银行对公存款占比提升，国有行平均对公存款占比整体下降	10
图 11: 工商银行对公贷款占比下降，幅度小于国有行平均	10
图 12: 工商银行个人存贷款均保持高增长	11
图 13: 工商银行个人银行客户数量稳步增长，市场份额仍较高	11
图 14: 工商银行对公贷款收益率（%）与国有行平均水平接近	12
图 15: 工商银行个人贷款收益率（%）略低于国有行平均	12
图 16: 工商银行客户存款付息率（%）显著低于国有行平均水平	12
图 17: 工商银行 2019 年上半年净息差（%）国有行第二	12
图 18: 工商银行压降贷款风险较高的东北地区贷款占比（%）	13
图 19: 工商银行调低制造业、批发零售业贷款占比（%）	13
图 20: 工商银行对公贷款行业批发零售、制造业不良率（%）显著高于其他行业	13
图 21: 工商银行住房按揭贷款占比高于国有行平均，且呈上升趋势	14
图 22: 工商银行信用卡贷款占比低于国有行平均，且与平均水平距离逐渐拉开	14
图 23: 信用卡不良率（%）高于住房按揭贷款	14
图 24: 工商银行年化实际不良生成率低于国有行平均，不良率改善	14
图 25: 工商银行手续费及佣金收入增速略低于国有行平均	15
图 26: 工商银行 2019Q3 手续费及佣金收入（亿元）规模同业第一	15
图 27: 网络科技助力工商银行个人银行发展	16
图 28: 银行卡业务收入占比整体上升，理财业务收入（含私行）占比仍在高位	16
图 29: 工商银行私人银行业务发展迅速	17
图 30: 中国高净值客户群体规模（可投资资产大于 1000 万人民币）持续上升	17
图 31: 工商银行国际结算量（亿元）持续上升	17
图 32: 工商银行结算、清算及现金管理业务带动对公中间业务发展（%）	17
图 33: 工商银行 2019 年上半年结算、清算及现金管理业务超过第二名一倍以上	18

表格目录

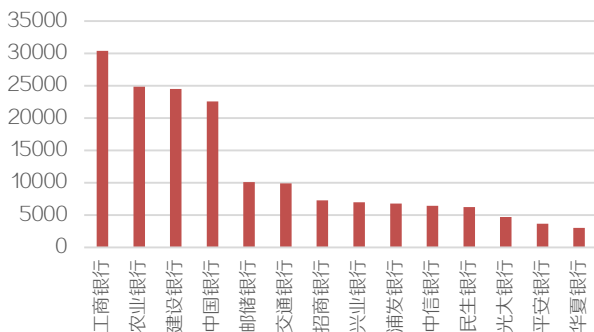
表 1：工商银行在主要大中型银行中，股息率及分红比例处于较高水平	6
表 2：工商银行股权极为集中，股东实力雄厚	7
表 3：工商银行公司银行业务产品丰富，持续创新，综合金融服务能力强	9
表 4：工商银行各阶段发展战略及特点	11
表 5：工行 2019H1 手续费及佣金净收入结构	15
表 6：业务分类及资产质量核心假设	19
表 7：收入分类预测表（金额：百万元）	19
表 8：公司盈利预测结果与目标价	20
表 9：同业一致预测情况	21

1. 稳健龙头，综合金融标杆

1.1. 稳健龙头，低成本优势显著

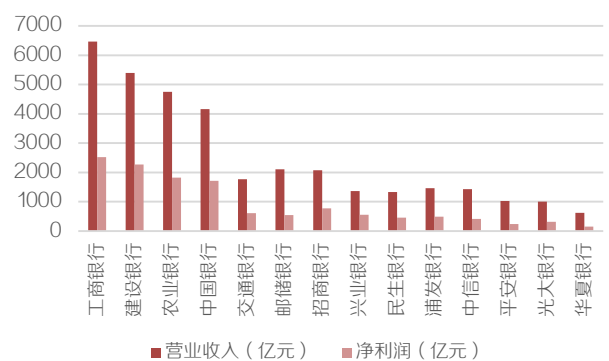
公司基本信息：（1）工商银行成立于1984年1月1日，2006年10月27日在上海证券交易所和香港联合交易所同日挂牌上市。（2）规模情况：工商银行总资产规模自上市以来一直位列同业第一，2019Q3总资产规模达到30.43万亿元，发放贷款和垫款总额达到16.23万亿元，客户存款23.37万亿元。（3）资产质量：工商银行不良贷款率在2019Q3为1.44%，略高于国有行平均水平1.43%，拨备覆盖率为198.09%，低于国有行平均水平240.87%；贷款拨备率为2.56%，略低于国有行平均水平3.05%。（4）资本情况：截至2019Q3，工商银行核心一级资本充足率为12.93%，一级资本充足率14.16%，资本充足率16.65%，资本充足率稳步提升，显著高于监管红线要求，资本水平充足。（5）利润情况：截至2019Q3，工商银行营业收入为6469.42亿元，同比增长12.11%，归母净利润为2517.12亿元，同比增长5.04%，公司业绩稳健增长。

图 1：2019Q3 工商银行总资产（十亿元）同业第一



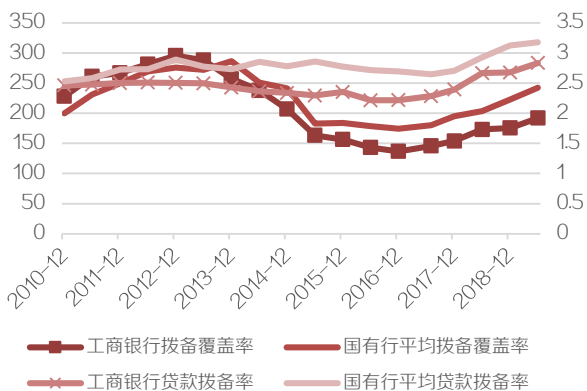
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：2019Q3 工商银行营业收入、净利润均位列同业第一



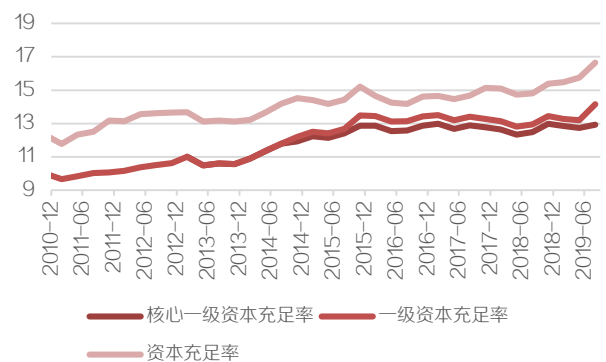
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：工商银行拨备覆盖率（%）、贷款拨备率（%，右轴）略低于国有行平均水平



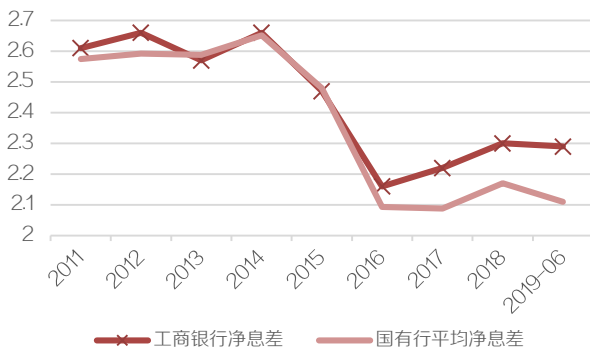
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 4：工商银行资本充足率（%）稳中有升

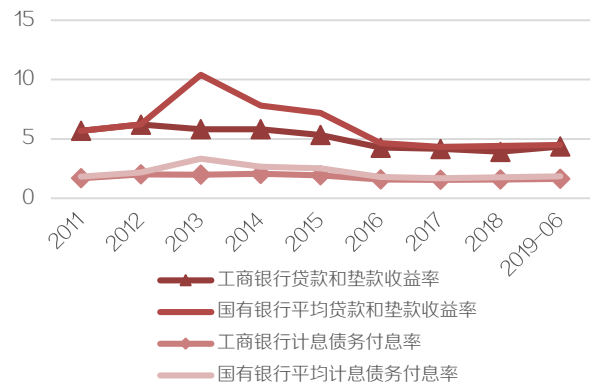


数据来源：公司公告、东方证券研究所

工商银行稳健的业绩增长得益于良好的成本控制能力。工商银行计息负债的付息率较低，在资产收益率整体稳健的情况下，使得公司净息差高于国有行平均水平。2011年以来工商银行净息差水平整体高于国有行平均，且2016年以来，公司净息差相对于国有行平均水平的优势逐步增加。

图 5：近年来工商银行净息差（%）整体高于国有行均值


数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 6：工商银行付息率（%）低于国有行平均水平


数据来源：公司公告、东方证券研究所

同时，工商银行在大中型银行中，股息率和分红比例处于较高水平，长期投资价值较高。当前，工商银行股息率 4.63%，最近一期分红比例 30%（按 2020/3/6 日收盘价，2018 年报分红数据计算）。工行股息率和分红比例均在国内外大中型银行中处于较高水平，具有较好的长期投资价值，可享稳健收益。

表 1：工商银行在主要大中型银行中，股息率及分红比例处于较高水平

	股息率 (%)	年度现金分红比例 (%)
民生银行	5.85	30.01
交通银行	5.62	30.26
中国银行	5.07	30.08
农业银行	4.97	30.01
工商银行	4.63	30.00
建设银行	4.62	30.04
邮储银行	4.32	29.86
中信银行	4.14	25.28
光大银行	4.13	25.11
兴业银行	3.85	23.65
浦发银行	3.15	18.37
招商银行	2.65	29.43
华夏银行	2.43	12.84
平安银行	0.96	10.03

数据来源：wind，东方证券研究所，按 2018 年报股息，2020/3/6 收盘价

1.2. 股权高度集中，国际化、综合化布局完善

工商银行股权高度集中。公司前两大股东中央汇金与财政部持股比例合计达到 69.31%，前三大股东持股比例超过 90%，其余股东持股除平安人寿以外均不超过 1%，前十大股东持股比例合计为 96.35%。

较为集中的股权分布保证了工商银行经营策略的一致性与较高的风险兜底能力。除财务投资者外，工商银行大股东主要为国有资本，各大股东之间决策一致性较强，资本实力雄厚，风险兜底能力强。

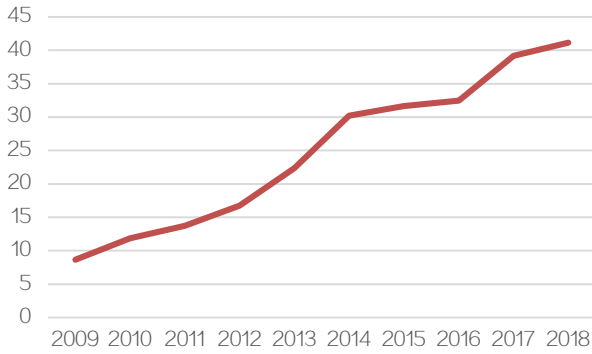
表 2：工商银行股权极为集中，股东实力雄厚

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	中央汇金投资有限责任公司	34.71
2	中华人民共和国财政部	34.60
3	香港中央结算代理人有限公司	24.17
4	中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	1.03
5	中国证券金融股份有限公司	0.68
6	梧桐树投资平台有限责任公司	0.40
7	中央汇金资产管理有限责任公司	0.28
8	香港中央结算有限公司(陆股通)	0.28
9	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	0.11
10	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 沪	0.09
	合 计	96.35

数据来源：公司公告、东方证券研究所

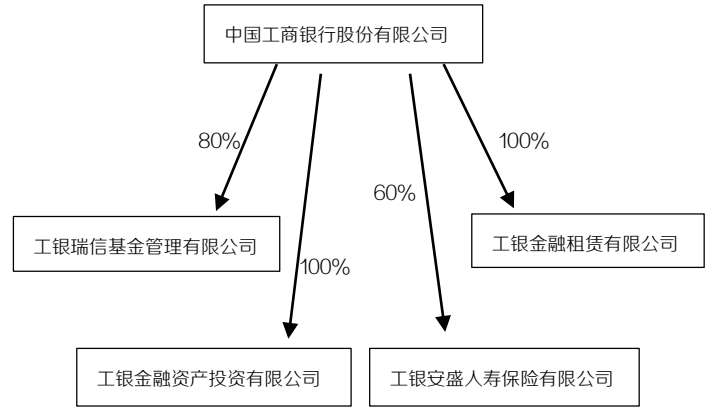
工商银行控股子公司遍布全球，国际化、综合化布局完善。按 2018 年报公布数据，工商银行在 47 个国家和地区建立了 426 家机构，通过参股标准银行集团间接覆盖非洲 20 个国家，与 145 个国家和地区的 1502 家境外银行建立了代理行关系，服务网络覆盖了六大洲和全球重要的经济金融中心。工商银行在海外的布局也日益成为公司收入的重要组成部分，2018 年末境外机构税前利润 41.15 亿美元，收益占集团税前利润的 7.6%，同比提高 0.6%。工商银行控股子公司涵盖基金、金融租赁、保险、金融资产投资等业务，借助工商银行充足资金保障与人才、技术支持，充分发挥各自优势，增强客户信心与粘性，带动集团整体发展。

图 7：工商银行境外机构税前利润（亿美元）逐年上升



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 8：工商银行综合布局完善（2019H1）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 9：工商银行国际布局完善（2018 年报）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

2. 强大的揽储能力贡献低成本负债，造就息差优势

2.1. 对公资源丰厚，综合金融服务引流存款

对公业务方面，工商银行良好的客户基础提供优质贷款资源。信贷引流存款、综合金融服务能力强，使工商银行具备较强的揽存能力。工商银行客户资源丰富，对公客户规模较大，资质较好，贡献了良好的信贷资源。同时，工商银行综合金融布局完善，各级金融产品齐全，对客户具有较好的综合服务能力。信贷引流存款和综合金融服务共同带来工商银行较强的揽存能力。工商银行作为国有银行的龙头能够率先拿到最新产品或服务的试点资格，同时工商银行也一直根据客户需求进行产品创新，极大程度地提升客户粘性。

表 3：工商银行公司银行业务产品丰富，持续创新，综合金融服务能力强

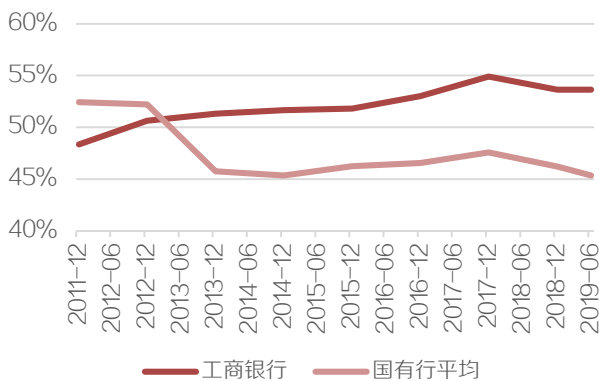
年份	业务类型（2006 年为当年已有，其余年份为新增）	新推出产品
2006	对公存贷款，机构业务（银保合作：代理保险、资产托管、现金管理、电子商务），对公中间业务（支付结算及现金管理业务、外汇中间业务、投资银行业务、资产托管业务、贵金属业务、企业年金业务）	网上保险，银财通，银关通，网上银财通，银税通，QDII 产品
2007	无	无
2008	中小企业业务，对公理财业务	网上银税服务平台，结算账户增加定期支付、定向收支控制功能，综合账户报告服务，成立投资银行研究中心，“如意养老”系列，“如意金钱”，黄金代收，各类对公理财产品
2009	养老金业务	小企业金融中心，小企业循环贷款，网贷通，付汇理财通，结售汇业务，开立首个境外机构境内外汇账户，贵金属现货延期交收业务，黄金回购业务，品牌金积存业务
2010	无	工商验资 E 线通，内外联动项下出口融资和进口代收承兑融资业务，“安心账户”资金托管业务，“锐意人生”养老金系列理财产品
2011	无	小企业周转贷款，网络循环贷款，标准厂房按揭贷款、设备按揭贷款等，延伸贵金属业务范畴、升级积存类产品交易系统，“共赢”及“周周分红”理财产品，扩展另类投资理财产品
2012	无	供应链融资服务，“存款自动转换”，延伸现金管理产品和服务范围，进口预付货款融资、出口订单融资等业务，跨市场 ETF，发起式基金，文化系列贵金属产品
2013	无	小微商户逸贷公司卡业务，保融通，人民币双向资金池，人民币境外借款等多笔市场首发业务
2014	无	建立小微金融业务管理体系，链融通，获得“港股通”和“新三板”结算、上海清算所人民币利率互换综合清算、地方财政国库集中支付电子化、京津冀地区电子保函通关改革试点等业务首批银行资格，企业通

2015	无	工银 e 缴费，跨境实体资金池，工银速汇美元汇款，组合式基金，产业基金，PPP 项目资本金
2016	无	地方国库集中支付电子化系统，投产地方非税收入手脚电子化，试点 Bolero 电子交单业务
2017	普惠金融	智能开户，投产银企直联异地交单，SWIFT 直联
2018	无	工商银行普惠行，三农金融，银校通，宗教云平台，党团工会云平台，银行+保险+期货，全球现金管理平台，并购贷款+并购债

数据来源：公司公告、东方证券研究所

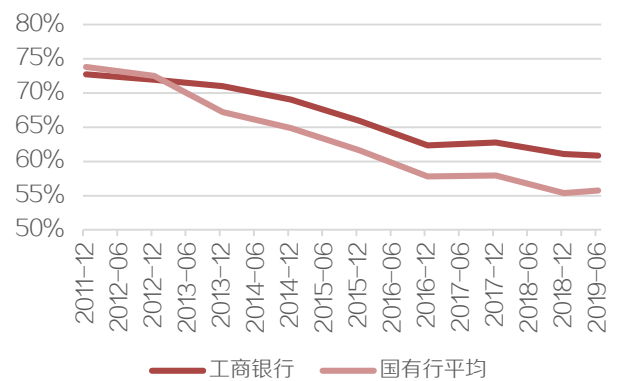
对公存款是低成本负债的最主要来源。从存贷款业务结构上来看，工商银行向对公业务侧重更多，丰富的对公资源引流了大量低成本存款，因此在其他国有行对公存款占比整体下降的情况下，工行对公存款占比仍逐步提升。同时，优质银政合作项目、工商企业资源给工行贡献了稳健收益的对公资产，工行对公贷款占比下降幅度也小于国有行平均。

图 10：工商银行对公存款占比提升，国有行平均对公存款占比整体下降



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 11：工商银行对公贷款占比下降，幅度小于国有行平均



数据来源：公司公告、东方证券研究所

2.2. 大零售战略增强客户粘性，零售端较快发展

零售业务方面，工商银行坚持大零售战略，资产负债一条龙服务提升客户粘性，增强揽存能力，个人存贷款增速保持较高增长。虽然工商银行对公存贷款占比仍高于同业，但工行仍是同业中提供个人银行服务最全面的商业银行之一。工商银行个人银行业务历经“打基础”、“强个金”、“大零售”三个发展阶段，个人银行提供的产品和服务日益完善。工商银行个人银行业务做到了客户群体全覆盖，并力求对客户进行更为精准的分类以便提供更为合适的金融服务，力求金融产品、服务项目全覆盖，为客户提供一条龙服务，提升客户粘性、吸引新客户加入。例如工商银行在负债管理上积极针对不同客户群体定制推出“商户盈”、“幸福存”、“随心存”等创新产品，提升用户体验，同时也积极进行交叉销售带动工商银行其他业务的增长。在工商银行积

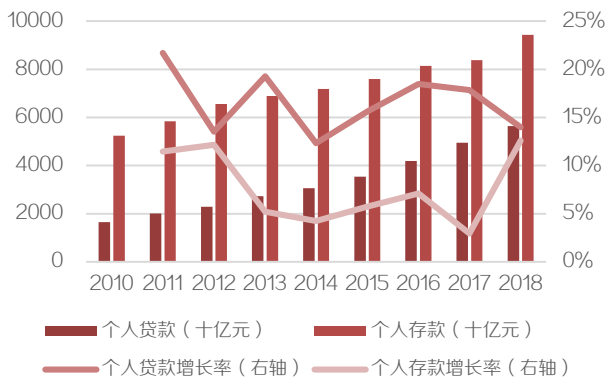
极的资产负债管理下，2015年以来工商银行个人贷款基本保持15%以上的增长率，个人存款也保证了平均6%的增长率。

表 4：工商银行各阶段发展战略及特点

年份	发展战略	主要产品和服务
2006-2009	打基础	储蓄存款，个人贷款，个人理财（理财金账户、财富管理业务），私人银行业务，银行卡业务（信用卡业务、借记卡业务）
2010-2013	强个金	个人存款，个人贷款，个人理财，私人银行业务，银行卡业务，金融资产服务（养老金业务、贵金属业务、代客资金交易、代理销售业务）
2014至今	大零售	个人存款、个人贷款、资金管理、支付结算、投资理财、小额融资、资产配置，代理销售，私人银行业务，银行卡业务

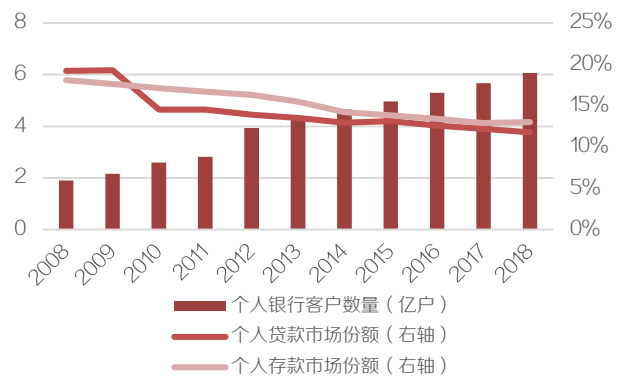
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 12：工商银行个人存贷款均保持高增长



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 13：工商银行个人银行客户数量稳步增长，市场份额仍较高



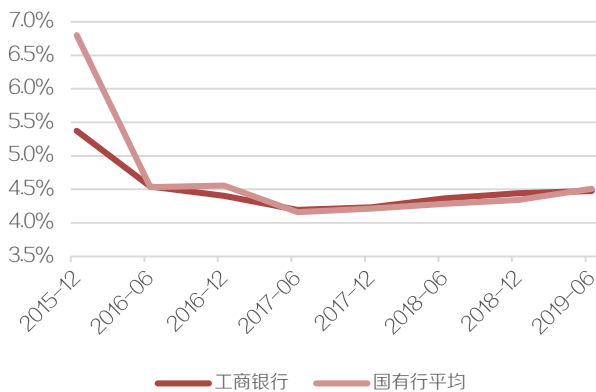
数据来源：公司公告、东方证券研究所

2.3. 存款成本低于同业，贡献高净息差

得益于良好的存贷款客户基础，尤其是丰富的对公客户资源，工商银行揽储能力较强，存款成本显著低于国有行平均水平，负债端优势显著，造就高净息差。工商银行对公贷款收益率与国有行平均水平接近，个人贷款收益率略低于国有行平均水平，整体资产投放较为稳健，收益率优势不明显。但是工商银行在负债端的成本优势却非常显著。2014年以来，工商银行客户存款付息率就低于国有行平均水平，且伴随着其强大的揽储能力，在存款竞争日益激烈的情况下，公司仍能保持较低的存款付息率，逐渐拉大与国有行平均水平距离，存款付息率优势愈加明显。

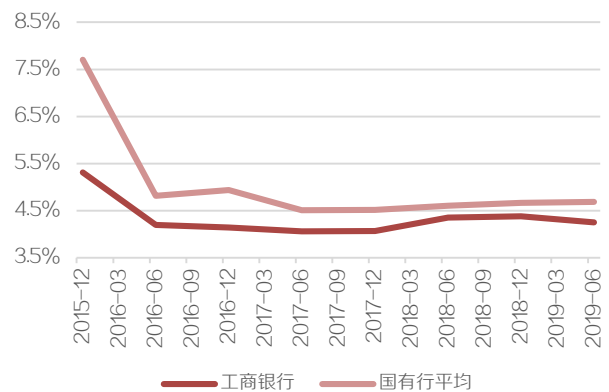
因而，公司净息差优势主要来源于低负债成本，尤其是低成本的对公存款。公司之所以能够享有较低的负债成本，则是因其具有良好客户资源以及强大的综合金融服务能力，揽储能力强于同业。

图 14：工商银行对公贷款收益率（%）与国有行平均水平接近



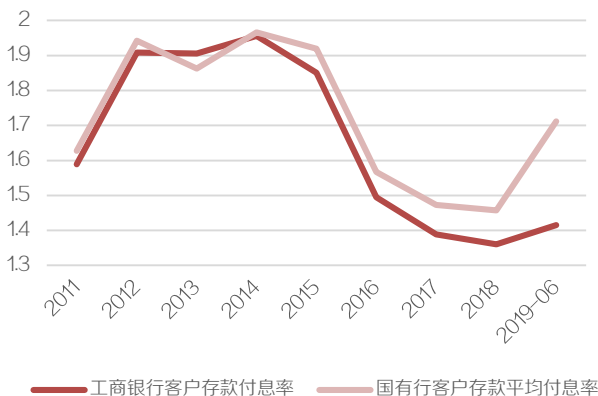
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 15：工商银行个人贷款收益率（%）略低于国有行平均



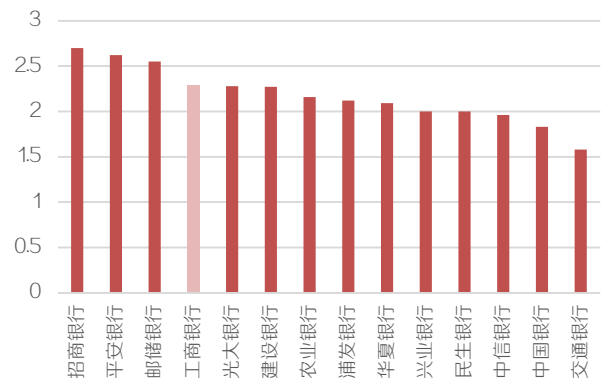
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 16：工商银行客户存款付息率（%）显著低于国有行平均水平



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 17：工商银行 2019 年上半年净息差（%）国有行第二



注：因季报公司公布净息差数据不全，故采用半年报数据

数据来源：公司公告、东方证券研究所

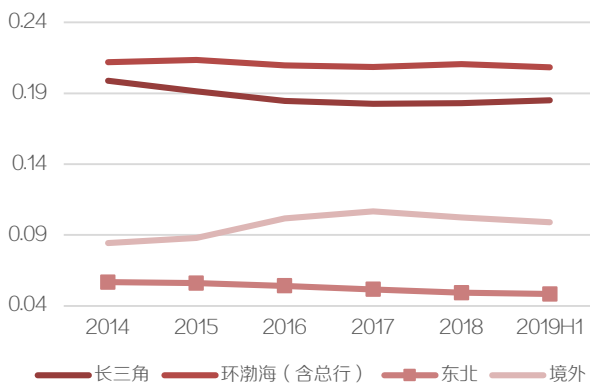
3. 贷款结构优化，提振资产质量

工商银行积极跟进国家政策，调整产业贷款投向，压降“两高一剩”行业贷款，“银政合作”保证贷款质量。根据近年国家提出的东部产业结构升级、西部大开发、振兴东北以及中部崛起的战略，工商银行适时调整贷款投向，降低对“两高一剩”行业的贷款投放。工商银行贷款接受方有很大一部分是政府工程的承包方，如高速铁路、高速公路、机场等领域的建设融资需求，又如民生工

程、基础设施补短板项目的融资支持。银政合作能有效保证贷款接受方的高履约率，进而保证工商银行贷款质量。

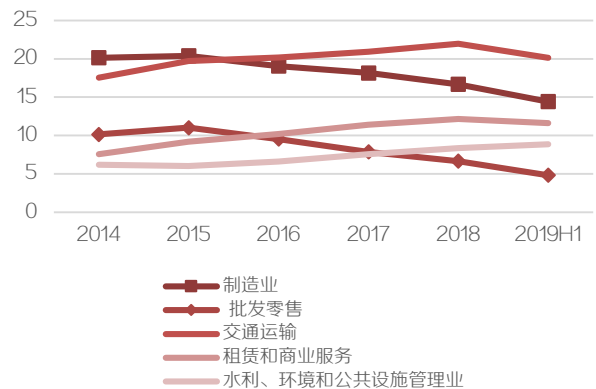
具体行业方面，工商银行调低了不良率较高的批发零售业占比，提高了电力、水利等银政合作项目较多、国家支持力度较大的行业贷款占比。同时，工商银行调低了贷款风险较高的东北地区贷款占比。工商银行在整体对公贷款总额持续升高时保持制造业、采矿业贷款量基本不变，调低了同样各行业中不良率最高的批发零售行业贷款占比，同时提高了电力、水利、环境等国家支持新能源、环境友好行业的贷款投放量。2016年以来，工商银行根据国家地区发展战略结合地区贷款质量，保持不良率较低的长三角地区贷款占比不变，调低贷款质量一般的东北地区贷款占比。在工商银行积极的资产管理下，当前公司不良率整体稳健，年化实际不良生成率低于国有行平均水平。

图 18：工商银行压降贷款风险较高的东北地区贷款占比 (%)



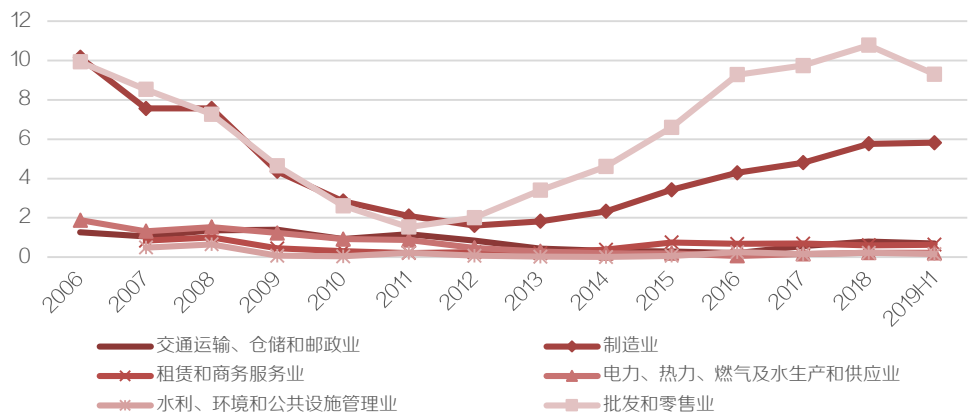
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 19：工商银行调低制造业、批发零售业贷款占比 (%)



数据来源：公司公告、东方证券研究所

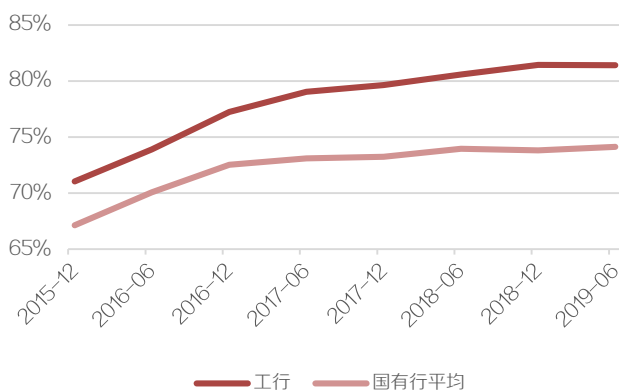
图 20：工商银行对公贷款行业批发零售、制造业不良率 (%) 显著高于其他行业



数据来源：公司公告、东方证券研究所

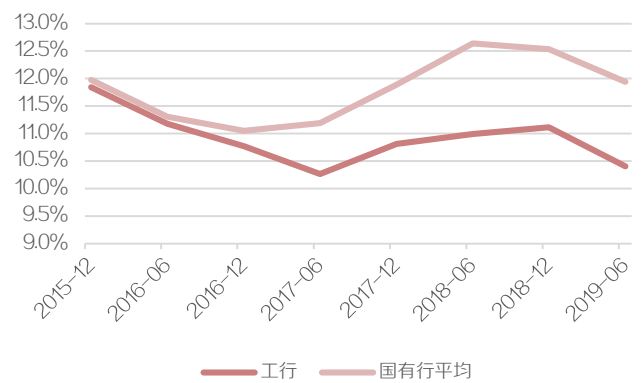
零售贷款结构优化，实现较低不良生成率。工商银行调高不良率较低的住房抵押贷款占比，其住房按揭贷款占比显著高于国有行平均水平。同时，由于信用卡贷款不良率高于住房按揭贷款，工商银行适当调低了信用卡贷款占比。总体而言，工商银行不良生成率在国有行中最低，不良率实现持续下降。

图 21：工商银行住房按揭贷款占比高于国有行平均，且呈上升趋势



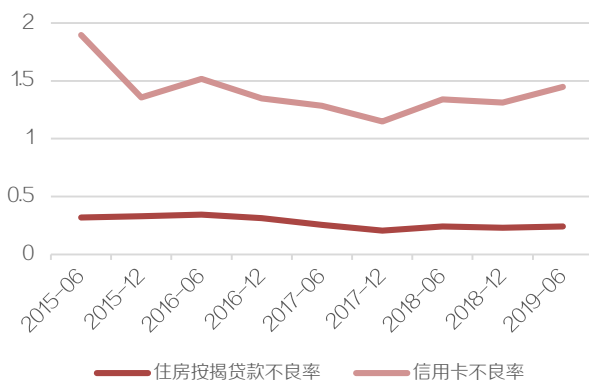
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 22：工商银行信用卡贷款占比低于国有行平均，且与平均水平距离逐渐拉开



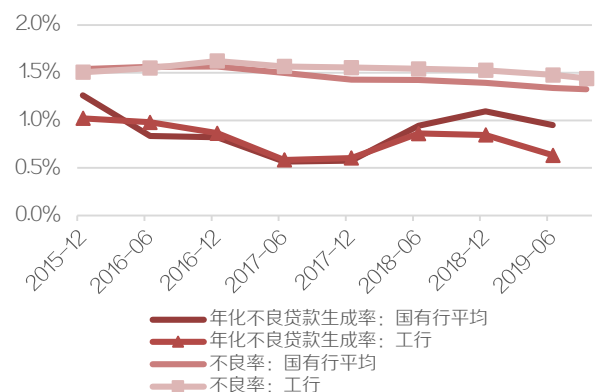
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 23：信用卡不良率（%）高于住房按揭贷款



数据来源：wind、东方证券研究所，按上市银行有公布数据均值计算

图 24：工商银行年化实际不良生成率低于国有行平均，不良率改善

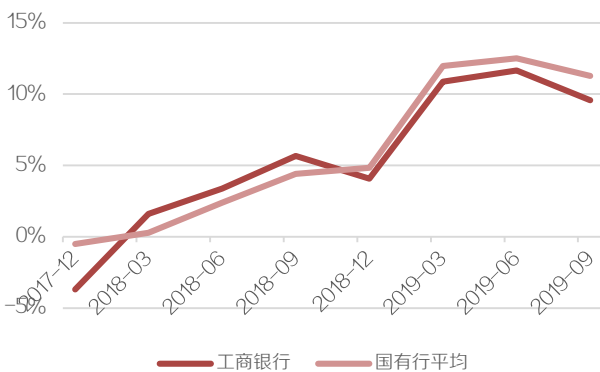


数据来源：公司公告、东方证券研究所

4. 综合金融促非息，中收稳健发展

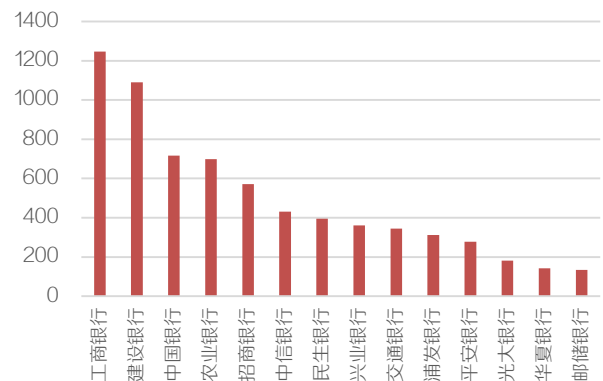
工商银行手续费及佣金收入整体表现稳健，规模居同业第一，银行卡、结算清算及理财业务贡献较大。公司中间业务收入中，银行卡业务、结算清算及现金管理业务、理财业务及私人银行占比合计约为手续费及佣金收入的 70%。

图 25: 工商银行手续费及佣金收入增速略低于国有行平均



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 26: 工商银行 2019Q3 手续费及佣金收入 (亿元) 规模同业第一



数据来源：公司公告、东方证券研究所

表 5: 工行 2019H1 手续费及佣金净收入结构

	手续费及佣金各项收入 (百万元)	占比
总收入	95,248	100.0%
银行卡	22,480	23.6%
结算、清算及现金管理	20,544	21.6%
理财业务及私人银行	23,005	24.2%
投资银行	15,037	15.8%
担保及承诺	7,808	8.2%
资产托管	3,986	4.2%
代理收付及委托	1,010	1.1%

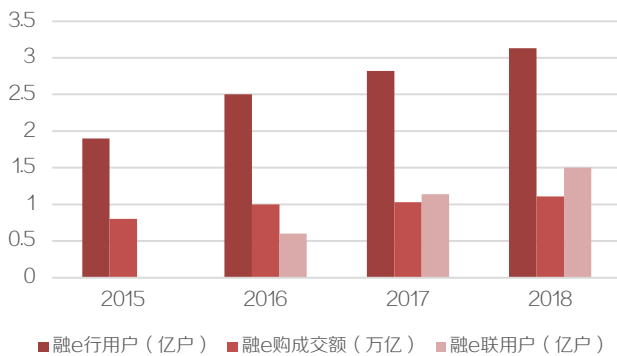
数据来源：公司公告，东方证券研究所

4.1. 银行卡及私人银行业务助力非息收入提升

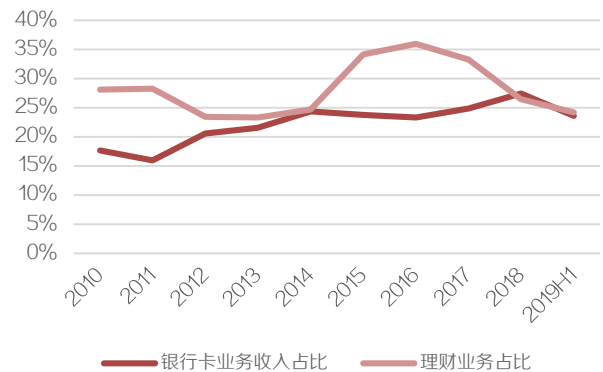
工商银行通过金融科技拓展渠道，提升中间业务收入。工商银行通过线上渠道拓展服务边界，深入客户生活进行金融服务，也将各种行业场景与线上平台结合，使客户更广泛地与多种金融服务相连接，帮助拓展客户需求。截至 2018 年年末，工商银行已推出“工行 e 系列”，将电子账户、资金管理、支付结算、投资理财和小额融资等金融服务嵌入软件，满足客户在移动端上完成基础金融服务的要求。通过平台线上化，工商银行可以更为容易地向目标客户群体推荐定制

服务，降低营销成本的同时提高营销力度；同时，工商银行也将更多前沿科技植入软件内，如将 AI 植入投资平台，实现基金产品的“一键投资”、“一键调仓”等便捷操作；通过基础金融电子化，工商银行得以裁撤网点，减少网点服务人员数量，降低了营业成本。截至 2018 年年末，工商银行融 e 行客户 3.13 亿，融 e 购平台交易额 1.11 万亿元，融 e 联 1.50 亿户。

银行卡业务对于中间业务收入贡献较大，得益于工商银行庞大的客群基础和企业端引流。工行客群基础庞大，且整体质量较优，通过与企业端合作，引流企业员工开设工资卡、信用卡，并衍生高端客户服务。同时，工商银行的银行卡业务也注重客户分类，通过产品创新为各类客户提供最合适的银行卡服务。截至 2018 年年末，工商银行发卡量达到 9.91 亿张，银行卡实现消费额 7.0 万亿元，长期为中国最大发卡行。

图 27：网络科技助力工商银行个人银行发展


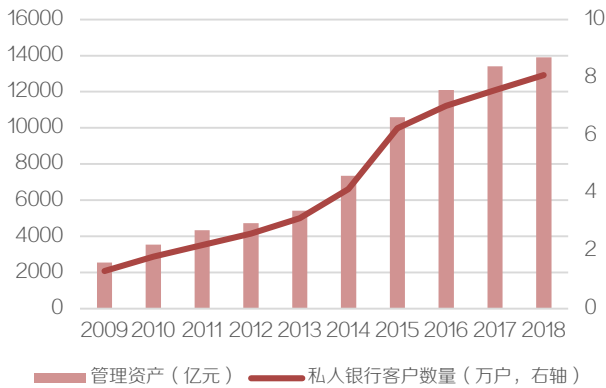
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 28：银行卡业务收入占比整体上升，理财业务收入（含私行）占比仍在高位


数据来源：wind、东方证券研究所

细致分类，精准服务，建立分层次客户服务体系，推动中高端客户和潜力客户的成长，私人银行业务蓬勃发展。工商银行在 2008 年成立了私人银行部门，私行业务开展较早，建立了先发优势。截至 2018 年年末，工商银行私人银行客户已经达到了 8.07 万户，管理资产 1.39 万亿元。随着中国经济的蓬勃发展，个人财富的逐渐积累，中国高净值客户数量在未来仍将有较大增长，这将为工商银行私人银行部门带来新一轮增长。

分层客户体系完善，中高端兼顾。工商银行对于个人银行的经营理念为“定位中端、竞争高端、培育潜力”。工商银行通过大数据分析、AI 投顾等网络科技也为光大普通客户提供多样化、精准化的金融服务。以个人存款服务为例，工商银行截至 2018 年年末已经构建出包括基础、普惠、结构、专属、尊享系列的个人存款产品体系，针对不同客户群体定制推出“商户盈”、“幸福存”、“随心存”等创新服务，尽可能满足不同客户群体的不同金融服务诉求。

图 29：工商银行私人银行业务发展迅速


数据来源：公司公告、东方证券研究所

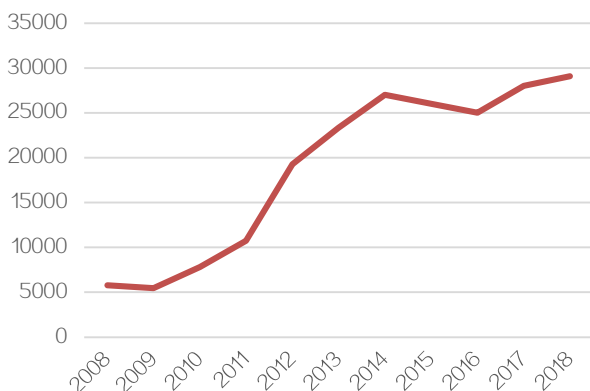
图 30：中国高净值客户群体规模（可投资资产大于 1000 万人民币）持续上升


数据来源：wind、东方证券研究所

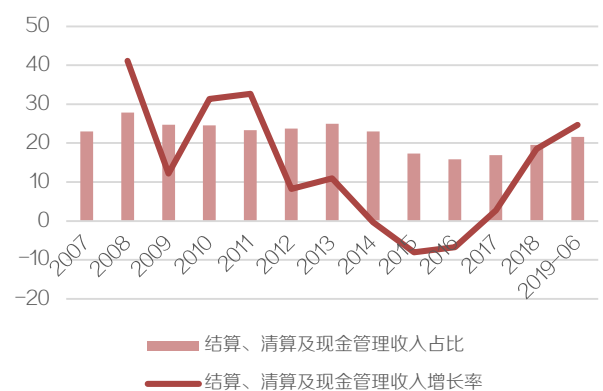
4.2. 结算与清算业务龙头，国际化、综合化促进非息业务增长

结算、清算及现金管理业务带动中间业务收入，其中第三方支付业务龙头优势显著。工商银行中间业务收入中结算、清算及现金管理业务一直占比较大，持续保持在 20%左右。目前，工商银行结算、清算及现金服务的重要增长动力为第三方支付业务，截至 2019 年上半年工商银行该项业务实现收入 205.44 亿元，位居同业第一，其规模超出第二名中国银行一倍以上，龙头优势显著。

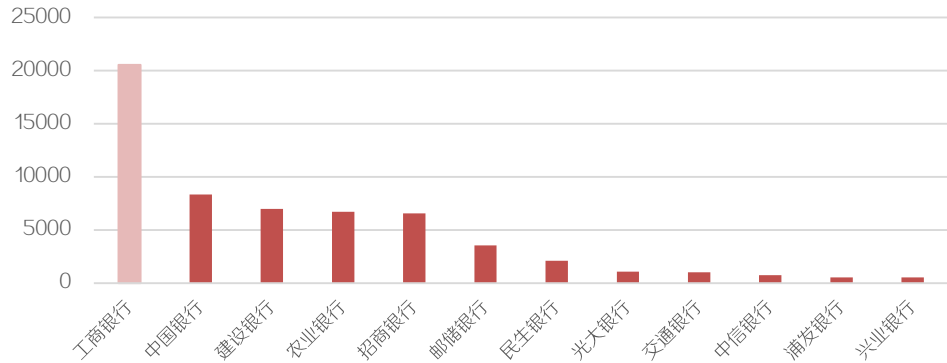
在国际结算与贸易融资方面，工商银行一直坚持内外联动扩展国际保理业务，与代理行开展密切合作，推广国际结算电子化、集中化，国际结算量较大，增长率表现良好。

图 31：工商银行国际结算量（亿元）持续上升


数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 32：工商银行结算、清算及现金管理业务带动对公中间业务发展（%）


数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 33：工商银行 2019 年上半年结算、清算及现金管理业务超过第二名一倍以上


数据来源：公司公告、东方证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) **贷款增速**：由于当前人民币贷款仍为社融的主要支撑，国有大行是人民币贷款投放的主力。工商银行顺应政策导向，贷款投放仍将保持较快速度，2019-2021 年分别给予其贷款总额以 9.3%、9.5%和 9.6%的增速假设。
- 2) **存款增速**：由于当前存款付息率仍低于其他项负债，且工商银行存款占比相对同业较高，且活期存款占比高，因此，工商银行仍有较大动力揽存，预计 2019-2021 年工商银行存款增速仍将较高。由于工行对公和对私资源丰富、渠道优势明显，可用揽存手段较多，预计客户存款将可能进一步向头部银行集中，2019-2021 年分别给予存款 9.5%、9.7%和 9.8%的增速。
- 3) **净息差**：2019 年央行已通过 LPR、MLF 和逆回购等方式对银行资产端和负债端的利率进行了小幅调降。当前经济下行压力仍较大，预计央行实行较为宽松的货币政策的概率较大。在未来利息调降过程中，**同业资产收益率、证券投资收益率**将有小幅降低。同业资产及证券投资收益率在 2019 年至 2021 年分别给予 3.3%、3.25%、3.2%和 3%、2.8%、2.6%的假设。**贷款收益率方面**，经济下行压力的未来将进一步显现，导致贷款资产整体所要求的风险补偿增加，同时民营中小微企业贷款占比提升，意味着高收益率的贷款占比提升，以上两个方面将导致贷款收益率有上行趋势。贷款的结构变化，即高收益率的贷款占比提升，将对 LPR 调降过程中，工行的贷款收益率构成支撑。整体而言，我们认为工商银行贷款收益率在 2019-2021 年间将小幅下行，分别给予 4.5%、4.48%和 4.46%的假设。**负债付息率方面**，未来三年预计同业负债付息率 2.45%、2.3%和 2%；新发债券在货币政策较为宽松的环境下，利率也将有所下行，导致**应付债券付息率**未来三年较前期有所下降，但由于增量相对较小，预计降幅有限，2019-2021 年预计其付息率为 5%、4.8%和 4.6%；行业整体定期存款占比呈增加趋势，存款增速不断提升极有

可能带来增量存款付息率提升，后续揽存难度会增加，预计工商银行客户存款付息率将有所提升，未来三年分别为 1.44%、1.45%、1.47%。

- 4) **手续费及佣金收入**：在国家支持实体、加快信贷投放的政策导向指引下，公司的重点业务仍为利息业务，预计手续费及佣金收入增速将较为平稳。2019-2021 年统一给予中收 6% 的增速假设。
- 5) **不良贷款**：宏观经济下行压力仍较大，且随着民营中小微贷款占比的提升，公司整体贷款质量风险将比前期有所增加。预计未来三年不良贷款生成率将会小幅上行，不良生成率分别为 0.76%、0.84% 和 0.86%。未来三年不良贷款率则为 1.44%、1.45% 和 1.46%。由于资产质量风险将总体增加，拨备覆盖率仍将维持在较高水平，2019-2021 年分别给予 193%、199%、204% 的拨备假设。

表 6：业务分类及资产质量核心假设

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利息业务					
贷款总额增速	9.01%	8.34%	9.30%	9.50%	9.60%
存款增速	7.86%	11.35%	9.50%	9.70%	9.80%
计息负债增速	8.26%	8.22%	8.00%	8.00%	8.00%
生息资产增速	8.40%	7.06%	8.50%	9.00%	9.50%
净息差	2.22%	2.30%	2.23%	2.20%	2.20%
净利差	2.10%	2.16%	2.07%	2.04%	2.02%
非息业务					
手续费及佣金收入增速	-3.67%	2.32%	6.00%	6.00%	6.00%
非息收入增速	0.19%	-1.54%	5.72%	5.72%	5.73%
资产质量					
不良贷款率	1.55%	1.52%	1.44%	1.45%	1.46%
不良贷款生成率	0.61%	0.85%	0.76%	0.84%	0.86%
信用成本率（贷款）	0.90%	1.01%	1.03%	1.03%	1.04%
信用成本率（生息资产）	0.50%	0.57%	0.58%	0.58%	0.59%
其他					
费用增速	1.47%	4.12%	8.70%	6.67%	7.98%

数据来源：东方证券研究所

表 7：收入分类预测表（金额：百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利息收入	522078	572518	623502	669560	731442
利息收入	861594	948094	1033744	1104492	1189764
利息支出	339516	375576	410242	434932	458322
手续费及佣金净收入	139625	145301	154019	163260	173056
手续费及佣金收入	158666	162347	172088	182413	193358
手续费及佣金支出	19041	17046	18069	19153	20302

其他非息收入	64799	55970	58769	61707	64792
营业收入	726502	773789	836289	894527	969290
同比					
净利息收入		9.66%	8.91%	7.39%	9.24%
利息收入		10.04%	9.03%	6.84%	7.72%
利息支出		10.62%	9.23%	6.02%	5.38%
手续费及佣金净收入		4.07%	6.00%	6.00%	6.00%
手续费及佣金收入		2.32%	6.00%	6.00%	6.00%
手续费及佣金支出		-10.48%	6.00%	6.00%	6.00%
其他非息收入		-13.63%	5.00%	5.00%	5.00%
营业收入		6.51%	8.08%	6.96%	8.36%
占比					
净利息收入	71.86%	73.99%	74.56%	74.85%	75.46%
手续费及佣金净收入	19.22%	18.78%	18.42%	18.25%	17.85%
其他非息收入	8.92%	7.23%	7.03%	6.90%	6.68%

数据来源：东方证券研究所

5.2. 投资建议

我们采用 PB 估值法对工商银行进行估值。选取行业中有代表性的大中型银行作为可比公司。可比公司之间业务类型较为接近，国有银行在规模与存贷款结构上和工行更加相似，考虑零售端提供业务种类、产品丰富程度，现加入招行、平安作为零售端业务发展的参照。

我们得到公司 2019-2021 年 EPS 预测值为 0.88、0.92、0.97 元，BVPS 预测值为 6.94、7.62、8.34 元。根据可比公司 2020 年平均一致预期 PB 调整值 0.75 倍，按照此 PB 得到工商银行对应目标价为 5.72 元。目标价对应 2020 年 PB 为 0.75 倍，2020 年 PE 为 6.23 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

表 8：公司盈利预测结果与目标价

	2018A	2019E	2020E	2021E
EPS	0.84	0.88	0.92	0.97
BVPS	6.30	6.94	7.62	8.34
前收盘价	5.41			
前收盘价对应 PE	6.48 倍	6.17 倍	5.90 倍	5.56 倍
前收盘价对应 PB	0.86 倍	0.78 倍	0.71 倍	0.65 倍
每股股利	0.25	0.26	0.28	0.29
股息率	4.63%	4.86%	5.09%	5.39%
目标价-相对估值	5.72			
目标价对应 PE	6.84 倍	6.52 倍	6.23 倍	5.88 倍
目标价对应 PB	0.91 倍	0.82 倍	0.75 倍	0.69 倍

数据来源：东方证券研究所，数据截至 2020/3/6 收盘

表 9：同业一致预测情况

	一致预测净利润增速			一致预测 ROE			一致预测 PB		
	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
建设银行	5.1%	4.9%	6.1%	13.6%	13.2%	12.8%	0.87	0.80	0.73
农业银行	5.1%	6.1%	5.5%	13.1%	12.4%	11.9%	0.77	0.70	0.65
中国银行	4.5%	0.1%	2.6%	11.6%	11.4%	10.7%	0.71	0.66	0.62
交通银行	4.9%	3.4%	6.1%	10.8%	11.4%	11.2%	0.62	0.57	0.53
邮储银行	9.7%	14.6%	12.8%	11.6%	12.7%	12.9%	1.12	0.99	0.89
招商银行	14.8%	13.1%	14.6%	15.8%	17.0%	17.1%	1.76	1.36	1.20
平安银行	7.0%	14.9%	15.6%	10.7%	11.0%	11.6%	1.07	0.96	0.87
调整平均	6.4%	8.4%	9.0%	12.1%	12.2%	12.1%	0.91	0.82	0.75

数据来源：wind，东方证券研究所，数据截至 2020/3/6 收盘

6. 风险提示

当前经济仍有下行压力，公司贷款中，投向中小微民营企业的贷款资产质量风险可能增加。

若 LPR 调降程度超预期，工行可能面临资产收益率下滑压力，对净息差造成一定影响。工商银行资产投放中，贷款占比较高，LPR 将会对公司贷款收益率造成一定影响，进而使整体资产收益率面临下行风险。

附表：财务报表预测与比率分析

利润表						主要财务指标					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利息收入	861,594	948,094	1,033,744	1,104,492	1,189,764	核心假设					
利息支出	339,516	375,576	410,242	434,932	458,322	贷款总额增速	9.01%	8.34%	9.30%	9.50%	9.60%
净利息收入	522,078	572,518	623,502	669,560	731,442	存款增速	7.86%	11.35%	9.50%	9.70%	9.80%
手续费和佣金净收入	139,625	145,301	154,019	163,260	173,056	计息负债增速	8.26%	8.22%	8.00%	8.00%	8.00%
营业收入	726,502	773,789	836,289	894,527	969,290	生息资产增速	8.40%	7.06%	8.50%	9.00%	9.50%
营业税金及附加	7,465	7,781	9,352	10,134	10,994	净息差	2.22%	2.30%	2.23%	2.20%	2.20%
业务及管理费	177,723	185,041	201,142	214,566	231,688	净利差	2.10%	2.16%	2.07%	2.04%	2.02%
资产减值损失	127,769	161,594	181,797	198,877	220,894	手续费及佣金收入增速	-3.67%	2.32%	6.00%	6.00%	6.00%
营业支出	364,660	402,602	448,017	488,023	538,105	非息收入增速	0.19%	-1.54%	5.72%	5.72%	5.73%
营业利润	361,842	371,187	388,272	406,505	431,186	费用增速	1.47%	4.12%	8.70%	6.67%	7.98%
利润总额	364,641	372,413	389,772	408,005	432,686	信用成本率（贷款）	0.90%	1.01%	1.03%	1.03%	1.04%
所得税	77,190	73,690	77,125	80,733	85,616	信用成本率（生息资产）	0.50%	0.57%	0.58%	0.58%	0.59%
归属母公司股东净利润	286,049	297,676	312,447	326,872	346,569	有效税率	21.17%	19.79%	19.79%	19.79%	19.79%
每股收益（元）	0.80	0.84	0.88	0.92	0.97	每股拨备前利润	1.37	1.49	1.60	1.70	1.83
						每股净利润	0.80	0.84	0.88	0.92	0.97
资产负债表											
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金及存放央行	3,613,872	3,372,576	4,278,160	4,587,590	4,938,683	CAMEL 分析					
存放同业	370,074	384,646	442,343	499,847	549,832	C:核心资本充足率	15.14%	15.39%	15.63%	15.75%	15.88%
拆出资金	477,537	577,803	664,473	750,855	825,940	C:资本充足率	15.14%	15.39%	15.63%	15.75%	15.88%
买入返售金融资产	986,631	734,049	844,156	953,897	1,049,286	C:权益/贷款	15.41%	15.58%	16.64%	16.56%	16.43%
发放贷款和垫款	13,892,966	15,046,132	16,385,551	17,922,561	19,624,336	C:权益/资产	8.15%	8.21%	8.64%	8.96%	9.05%
交易性金融资产	440,938	805,347	779,649	842,098	930,989	A:财务杠杆率	12.27	12.18	11.57	11.17	11.05
证券投资-可供出售金融资产	1,496,453	1,430,163	1,384,528	1,495,427	1,653,282	C:不良贷款比率	1.55%	1.52%	1.44%	1.45%	1.46%
证券投资-持有至到期投资	3,542,184	4,519,182	4,374,979	4,725,410	5,224,217	A:拨备覆盖率	154.07%	175.76%	193.00%	199.00%	204.00%
资产合计	26,087,043	27,699,540	30,627,969	32,955,233	35,457,922	A:拨备充足率	291.27%	351.87%	351.87%	351.87%	351.87%
同业及其他金融机构存放	1,214,601	1,328,246	1,261,834	1,236,597	1,236,597	A:拨贷比	2.39%	2.68%	2.78%	2.89%	2.98%
拆入资金	491,948	486,249	461,937	452,698	452,698	A:不良资产/（权益+拨备）	8.91%	8.52%	7.60%	7.65%	7.72%
交易性金融负债	425,948	87,400	87,400	87,400	87,400	E:ROA	1.10%	1.07%	1.02%	0.99%	0.98%
卖出回购	1,046,338	514,801	489,061	479,280	479,280	E:ROAA	1.14%	1.11%	1.07%	1.03%	1.01%
客户存款	19,226,349	21,408,934	23,442,783	25,716,733	28,236,972	E:ROE	13.45%	12.78%	11.52%	11.07%	10.80%
负债合计	23,945,987	25,354,657	27,901,142	29,987,715	32,234,343	E:ROAE	14.35%	13.79%	12.41%	11.49%	11.21%
股本	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407	E:RoRWA	1.80%	1.73%	1.64%	1.60%	1.57%
资本公积	151,952	151,968	151,969	151,969	151,969	E:成本收入比	24.46%	23.91%	24.05%	23.99%	23.90%
盈余公积	232,703	261,720	292,177	324,040	357,823	E:手续费和佣金收入占比	19.22%	18.78%	18.42%	18.25%	17.85%
未分配利润	1,097,544	1,206,666	1,379,929	1,560,664	1,753,911	E:股利分配比例	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
少数股东权益	13,565	14,882	15,732	15,732	15,732	L:存贷比	72.26%	70.28%	69.90%	69.69%	69.50%
股东权益合计	2,141,056	2,344,883	2,726,827	2,967,519	3,223,579	L:贷款/生息资产	55.36%	56.00%	56.20%	56.40%	56.40%
负债合股东权益总计	26,087,043	27,699,540	30,627,969	32,955,233	35,457,922	L:存款/计息负债	85.43%	87.90%	89.12%	90.52%	92.03%

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

