

**601398.SH**

# 增持

原评级：增持

市场价格：人民币 4.60

板块评级：强于大市

**本报告要点**

- 业绩好于预期，行稳质升

**股价表现**


发行股数 (百万)	356,406.26
流通股 (百万)	356,406.26
总市值 (人民币 百万)	1,639,468.78
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,053.29
主要股东	
中央汇金投资有限责任公司	34.71

资料来源：公司公告，Wind，中银证券  
以2023年9月4日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《工商银行》20230501
- 《工商银行》20221102
- 《工商银行》20220504

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行：国有大型银行 II

证券分析师：林媛媛

(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521060001

联系人：丁黄石

huangshi.ding@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030036

## 工商银行

### 业绩好于预期，行稳质升

工商银行中报业绩边际改善，归母净利润同比增长1.2%，增速较1季度提升，增长稳中向好。降息和让利环境下，息差持续承压，规模持续快速增长支持息收入降幅收窄，非息收入承压影响营业收入略降。公司资产质量平稳，关注、逾期前瞻指标改善，拨备反哺提升盈利。公司作为行业龙头，绝对规模大，偏弱外部环境，业务仍积极，报表亦展现出较强韧性，反映公司强大业务实力。公司2023年PB0.48X，股息率6.77%，估值低股息高，价值突出，维持增持评级。

**支撑评级的要点**

- 息收入降幅收窄，境外业务影响扩大

息收入降幅收窄。公司上半年净利息收入同比下降3.9%，降幅较1季度收窄0.9个百分点。息差仍面临下行压力，上半年公司净息差1.72%，同比下降31bp，主要源于存贷利差同比收窄40bp，公司资产端收益率略下降，而负债端成本压力凸显。我们关注到随着工行境外业务不断扩张，境外业务影响持续扩大，境外业务存贷利差同比收窄。测算公司2季度单季净息差为1.67%，环比1季度下降10bp。资产收益下行，负债成本上升。

- 资产质量指标全面改善

上半年末公司不良贷款率为1.36%，环比1季度下降2bp，不良余额环比1季度略增1.8%，关注贷款占比1.79%，较去年末下降16bp，逾期贷款占比1.18%，较去年末下降4bp，其中90天以内逾期贷款较去年末上升14.9%，增速较去年末收窄。中期正常贷款迁徙率1.20%，同比下降20bp，不良前瞻指标整体改善，资产质量稳中向好。规模增速略有上升。

**估值**

- 根据公司半年报业绩稳健的经营情况，结合未来资产端收益率或继续下行，我们调整公司2023/2024年EPS调整为0.99/1.13元，目前股价对应2023/2024年PB为0.48x/0.43x，维持增持评级。

**评级面临的主要风险**

- 经济下行、海外风险超预期。

**投资摘要**

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	942,762	917,989	962,665	1,041,620	1,125,774
变动 (%)	6.81	(2.63)	4.87	8.20	8.08
归母净利润 (百万元)	348,338	360,483	368,740	404,307	436,447
变动 (%)	10.27	3.49	2.29	9.65	7.95
每股收益 (元)	0.95	0.97	0.99	1.13	1.22
原预测			1.00	1.13	1.23
变动 (%)			-1.0	0	-0.8
净资产收益率 (%)	12.51	11.93	11.28	11.23	10.86
市盈率 (倍)	4.84	4.74	4.63	4.06	3.76
市净率 (倍)	0.56	0.52	0.48	0.43	0.39

资料来源：公司公告，中银证券预测

工商银行 2023 上半年归母净利润同比增长 1.2%。净利息收入同比下降 3.9%，非息收入同比上升 2.7%，营业收入同比下降 2.3%。总资产较年初增长 10.3%，贷款增长 9.0%，存款增长 11.7%。不良率 1.36%，拨备覆盖率 218.62%，核心一级资本充足率 13.20%。

工商银行中报业绩边际改善，归母净利润同比增长 1.2%，增速较 1 季度提升，增长稳中向好。降息和让利环境下，息差持续承压，规模持续快速增长支持息收入降幅收窄，非息收入承压影响营业收入略降。公司资产质量平稳，关注、逾期前瞻指标改善，拨备反哺提升盈利。公司作为行业龙头，绝对规模大，偏弱外部环境下，业务仍积极，报表亦展现出较强韧性，反映公司强大业务实力。公司 2023 年 PB0.48X，股息率 6.77%，估值低股息高，价值突出，维持增持评级。

### 1、业绩增长边际改善

工商银行 2023 年上半年归母净利润同比增长 1.2%，增速较 1 季度提升，归母净利润 2 季度单季同比增长 2.5%。公司上半年营业收入同比下降 2.3%，降幅较 1 季度扩大 1.2 个百分点，主要非息收入边际承压，息收入降幅收窄。公司业绩贡献主要来自规模增长，成本、拨备和税收亦有贡献。公司盈利能力略降，上半年 ROAE 为 10.51%，同比下降 75bp。公司规模增长加速，加权风险资产同比增 9.6%，资本边际略降，半年末核心一级资本充足率 13.2%，同比下降 9bp。

### 2、规模持续较快增长

上半年公司总资产同比增 12.7%，贷款同比增长 13.2%，增速较 1 季度末高位略降。按类别看，对公贷款（不含票据）、零售贷款同比分别增长 18.4%、4.1%，对公贷款增长积极。

对公行业中，制造业、能源、租赁及商务服务等行业占比高且增长较快，同比分别增长 23.7%、20.1% 和 19.5%，房地产行业同比增长 8.9%；零售贷款中，个人按揭略降 1.2%，消费及经营贷款增长迅速，二者合计同比增长 40.6%。

半年末公司存款同比增长 14.0%，较 1 季度增速略降 0.3 个百分点，存款增长均衡，半年末对公、个人存款同比分别增长 11.1% 和 17.7%，个人存款增长更快。个人存款中，定期存款同比增 24.8%，个人存款定期化趋势延续。

### 3、息收入降幅收窄，境外业务影响扩大

**息收入降幅收窄。**公司上半年净利息收入同比下降 3.9%，降幅较 1 季度收窄 0.9 个百分点，其中 2 季度单季同比下降 3.0%，较 1 季度呈现边际改善态势。息差下行压力下，公司规模增长支持息收入，上半年公司平均余额生息资产同比增长 13.2%。

**息差仍面临下行压力，上半年公司净息差 1.72%，同比下降 31bp，主要源于存贷利差同比收窄 40bp。公司资产端收益率略下降，而负债端成本压力凸显。我们关注到随着工行境外业务不断扩张，境外业务影响持续扩大，境外业务存贷利差同比收窄。**

公司上半年资产端收益率为 3.56%，同比下降 3bp，下降幅度较小，其中贷款收益率 3.95%，同比下降 20bp。受 LPR 调降影响，人民币贷款中，对公、个贷、票据贴现收益率同比分别下降 29 bp、35 bp、59bp。境外央行加息下，境外贷款收益率 5.62%，同比上升 287bp，此外投资和同业业务收益率均上行，对冲部分息差下行压力。

上半年负债端付息率为 2.04%，同比上升 30bp。上半年公司存款成本率 1.90%，同比上升 20bp，其中个人存款定价受挂牌利率调降影响成本改善明显，个人定期及活期存款成本率同比分别下降 22bp 和 7bp。对公存款定期和活期成本同比均上升，境外存款亦大幅上升。公司发债成本亦同比上升 90bp，相比于资产端，负债方压力更凸显。

测算公司 2 季度单季净息差为 1.67%，环比 1 季度下降 10bp。资产收益下行，负债成本上升。

### 4、2 季度非息收入承压

**上半年非息收入同比增长 2.7%，较 1 季度下降。**公司上半年手续费收入同比下降 3.4%，降幅较 1 季度扩大 0.6 个百分点，2 季度单季同比下降 4%。市场波动影响财富相关业务，公司财富业务对手续费收入影响较大，个人理财及私行收入同比降 9.5%，对公理财收入同比降 15.0%。银行卡、代理收付业务仍积极增长，同比分别上升 17.9%、8.2%，投行收入亦增长。上半年公司其他非息同比增长 17.2% 持续贡献盈利，2 季度单季同比下降 8.6%。

### 5、资产质量指标全面改善

上半年末公司不良贷款率为 1.36%，环比 1 季度下降 2bp，不良余额环比 1 季度略增 1.8%，关注贷款占比 1.79%，较去年末下降 16bp，逾期贷款占比 1.18%，较去年末下降 4bp，其中 90 天以内逾期贷款较去年末上升 14.9%，增速较去年末收窄。中期正常贷款迁徙率 1.20%，同比下降 20bp，不良前瞻指标整体改善，资产质量稳中向好。

按业务拆分，对公贷款不良下行，零售不良率略承压。对公不良率 1.88%，较上年末下行 14bp。房地产和商务服务业不良上升，较上年末分别上升 43bp 和 11bp。个贷不良率为 0.66%，较去年末上升 6bp，上半年信用卡不良率 2.27%，较上年底上升 44bp，经营贷款略改善。

### 6、非贷拨备反哺盈利，存量拨备增加，提升风险抵御能力

**信贷拨备反哺盈利。**上半年资产减值损失同比下降 8.7%，2 季度单季同比下降 9.1%。上半年贷款减值计提同比下降 13.2%，非贷部分计提同比下降 61.7%，非贷反哺更多。

**存量拨备上升，风险抵御能力增强。**半年末拨备覆盖率 218.62%，环比 1 季度上升 5.05 个百分点，拨贷比 2.97%，环比上升 3bp，存量贷款拨备提升，风险抵御能力得到加强。

### 风险提示：

经济下行、海外风险超预期。

图1. 工商银行 2023 年半年报摘要

	1H21		1H23		YoY(%)		Q222		Q223		QoQ(%)		YoY(%)		YoY(%)	
<b>利润表 (百万元)</b>																
利息收入	619,209	696,583	13.5	314,236	330,675	329,678	341,234	355,349	4.1	13.1	11.9					
利息支出	(268,588)	(359,596)	33.9	(140,509)	(154,502)	(163,589)	(172,822)	(186,774)	8.1	32.9	34.9					
净利息收入	350,621	336,987	(3.9)	173,726	176,173	166,089	168,412	168,575	0.1	(3.0)	(4.8)					
净手续费收入	76,641	73,465	(3.4)	34,361	29,577	23,671	40,486	32,979	(18.5)	(4.0)	(2.9)					
净非利息收入	31,607	37,042	17.2	20,066	18,372	16,637	18,344	18,344	(1.8)	(8.1)	(2.0)					
营业总收入	458,259	447,494	(2.3)	228,153	224,122	206,397	227,496	219,898	(3.4)	(3.6)	(1.1)					
税金及附加	(4,516)	(5,530)	11.8	(2,689)	(2,329)	(2,672)	(2,516)	(2,980)	18.3	10.4	13.5					
业务及管理费	(97,410)	(99,749)	2.4	(54,364)	(56,832)	(74,697)	(45,414)	(54,335)	19.6	(0.1)	5.5					
营业费用及营业税率	(102,326)	(105,247)	2.9	(57,053)	(59,141)	(77,569)	(47,932)	(57,315)	19.6	0.4	5.9					
营业利润	351,923	336,707	(4.3)	168,396	164,640	128,828	179,560	162,583	(11.1)	(1.1)	(1.1)					
资产减值损失	(133,849)	(122,255)	(8.7)	(63,000)	(35,756)	(13,041)	(65,022)	(57,233)	(12.0)	(9.2)	(8.2)					
公允价值变动损益	210,803	283,858	(33.9)	99,199	113,332	100,388	106,586	97,969	(8.9)	(2.1)	(3.8)					
其他收益	(37,184)	(28,935)	(22.2)	(16,694)	(19,092)	(5,800)	(15,816)	(13,119)	(17.1)	(21.4)	(22.9)					
税后利润	172,819	174,720	1.1	82,504	83,940	84,528	90,770	83,950	(7.5)	1.8	0.5					
归母净利润	172,819	174,720	1.1	82,504	83,940	84,528	90,770	83,950	(7.5)	1.8	0.5					
归母净利润 (百万元)	172,819	174,720	1.1	82,504	83,940	84,528	90,770	83,950	(7.5)	1.8	0.5					
总资产	37,225,554	42,268,744	13.5	37,225,554	38,073,661	38,292,848	40,627,977	42,268,744	4.0		10.4					
生息资产	22,341,360	25,291,921	13.2	22,341,360	22,909,750	23,212,312	24,525,205	25,291,921	3.1		9.0					
生息负债	34,243,366	38,874,258	13.5	34,243,366	34,900,658	35,658,019	37,418,212	38,874,258	3.8		10.9					
存款	29,272,001	33,373,772	14.0	29,272,001	30,091,501	29,870,491	31,983,874	33,373,772	4.3		11.7					
加权风险资产	22,124,301	24,244,321	9.6	22,124,301	22,199,357	22,225,272	23,000,964	24,244,321	3.6		9.1					
<b>业务增长新分</b>																
规模增长	8.16%	13.32%	4.99%	2.95%	1.32%	3.54%	5.06%									
净息差扩大	(0.60%)	(17.43%)	(6.07%)	(1.70%)	(7.00%)	(2.43%)	(4.98%)									
净息差	(0.34%)	(4.05%)	(2.91%)	(6.92%)	(2.10%)	(8.77%)	(3.48%)									
成本	(1.11%)	3.25%	(6.73%)	(1.84%)	(15.95%)	(41.13%)	(6.70%)									
拨备	(2.33%)	2.29%	(0.32%)	(0.32%)	(45.37%)	(1.10%)	(1.42%)									
税收	4.38%	3.87%	1.10%	(0.07%)	11.81%	(10.15%)	1.42%									
<b>净息差</b>																
净息差-调整非利息	1.96	1.67		1.96	1.89	1.75	1.77	1.67	(0.10)	(0.29)						
净息差-调整非利息	1.91	1.63		1.91	1.87	1.74	1.71	1.63	(0.08)	(0.28)						
生息资产收益率-调整	3.45	3.43		3.45	3.51	3.45	3.45	3.45	(0.03)	(0.03)						
生息负债成本率-调整	1.68	1.96		1.68	1.79	1.87	1.91	1.96	0.05	0.28						
<b>盈利指标 (年化)</b>																
净息差-公告	2.03	1.72	(0.31)	2.03	1.98	1.92	1.77	1.72								
净利率-公告	1.85	1.52	(0.33)	1.85	0.00	1.73	0.00	1.52								
存贷比-公告	2.45	2.05	(0.40)	2.45	0.00	2.30	0.00	2.05								
生息资产收益率-公告	3.59	3.56	(0.03)	3.59	0.00	3.55	0.00	3.56								
生息负债成本率-公告	1.74	2.04	0.30	1.74	0.00	1.82	0.00	2.04								
贷款收益率-公告	4.15	3.95	(0.20)	4.15	0.00	4.05	0.00	3.95								
存款成本率-公告	1.70	1.90	0.20	1.70	0.00	1.75	0.00	1.90								
净息差-调整	1.97	1.67	(0.30)	1.97	1.94	1.89	1.71	1.67								
生息资产收益率-调整	3.48	3.44	(0.03)	3.48	3.49	3.48	3.48	3.44								
生息负债成本率-调整	1.64	1.93	0.29	1.64	1.69	1.74	1.91	1.93								
<b>贷款</b>																
生息资产-公告平均余额	34830199	39425006	13.2	34830199	36108499	36108499	39425006									
贷款-公告平均余额	21524527	24402847	13.4	21524527	2248094	2248094	24402847									
净息差-公告平均余额	3142200	35541506	14.1	3142200	32291628	32291628	35541506									
净息差-公告平均余额	2960307	30213526	14.4	2960307	27394627	27394627	30213526									
净息差-公告	81.5	80.8		81.5	81.3	81.3	80.8									
<b>资产质量</b>																
总资产	38744376	43696906	12.71	38744376	39550661	39606557	42033895	43696906	3.98		10.25					
生息资产	37225554	42268744	13.55	37225554	38073661	38292848	40627977	42268744	4.04		10.38					
贷款	22341360	25091921	13.21	22341360	22909750	23212312	24525205	25091921	3.73		8.96					
存款	9408408	10418330	10.88	9408408	9475587	9812413	10152821	10418330	2.85		6.41					
交易类(不含生息资产)	1194840	1094821	(8.37)	1194840	1159175	1075373	1135900	1094821	(3.62)		1.81					
生息资产/总资产	34243366	38874258	13.52	34243366	34990658	35058019	37418212	38874258	3.89		10.89					
存款/生息资产	29272001	33373772	14.01	29272001	30091501	29870491	31983874	33373772	4.36		11.73					
<b>规模占比</b>																
总资产	10.3	12.71		10.3	11.7	12.6	12.7	12.7								
生息资产	10.2	13.55		10.2	11.6	12.2	12.4	12.5								
贷款	11.7	13.21		11.7	12.2	12.3	13.5	13.2								
存款	15.5	10.88		15.5	13.1	12.6	15.4	11.0								
交易类	9.8	(8.37)		9.8	15.9	11.4	9.9	(9.4)								
生息资产	10.4	13.52		10.4	11.9	13.6	13.9	13.5								
存款	10.0	14.01		10.0	12.1	13.0	14.3	14.0								
<b>结构占比</b>																
生息资产/总资产	96.08	96.79	0.71	96.08	96.27	96.68	96.66	96.79	0.14		0.12					
贷款/生息资产	60.02	59.84	(0.18)	57.66	57.93	58.60	58.35	57.92	(0.43)	(0.69)						
存款/生息资产	25.27	24.70	(0.57)	24.28	23.96	24.77	24.15	23.91	(0.24)	(0.86)						
交易类/总资产	3.08	2.51	(0.57)	3.08	2.71	2.71	2.51	2.51	(0.20)	(0.71)						
生息资产/生息资产	91.99	91.97	(0.02)	91.99	91.90	91.55	92.10	91.97	(0.13)	0.42						
存款/生息资产	85.48	85.85	0.37	85.48	86.00	85.20	85.48	85.85	0.37	0.65						
净息差	76.32	75.78	(0.54)	76.32	76.13	76.13	77.71	76.68	(1.03)	0.55						
<b>中间业务收入</b>																
手续费	76,041	73,465	(3.39)	34,361	29,577	23,671	40,486	32,979	(18.54)							
手续费占比	16.59	16.42	(0.18)	15.06	13.20	11.46	17.79	15.00								
其他非利息占比	6.90	8.28	1.38	8.79	8.20	8.15	8.22	8.34								
投资收益	21,662	23,606														
公允价值	(4,231)	4,872														
<b>资产质量和拨备</b>																
不良贷款率	1.41	1.36	(0.06)	1.41	1.40	1.38	1.38	1.36	(0.02)							
不良率	315,962	343,605	8.75	315,962	321,754	321,170	337,591	343,605	1.78							
不良生成率(非累计)	0.73	0.52	(0.21)	0.73	N.A	0.55	N.A	0.52								
净息差/不良率	0.84	0.40	(0.44)	0.84	0.40	0.40	0.45	0.40								
关注类占比	1.87	1.79	(0.07)	1.87	N.A	1.95	N.A	1.79								
关注类占比	417,258	453,373	8.66	417,258	0	451,628	0	453,373								
逾期占比	1.20	1.18	(0.03)	1.20	1.22	1										

## 主要比率 (%)

每股指标 (RMB)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	4.84	4.74	4.63	4.06	3.76
PB	0.56	0.52	0.48	0.43	0.39
PB 扣除商誉	0.50	0.47	0.47	0.00	0.00
EPS	0.95	0.97	0.99	1.13	1.22
BVPS	8.15	8.81	9.53	10.67	11.89
每股拨备前利润	1.76	1.70	1.77	1.95	2.10
<b>驱动性因素 (%)</b>					
生息资产增长	5.98	13.23	11.43	8.30	8.46
贷款增长	10.96	12.33	12.00	8.00	8.00
存款增长	5.20	12.97	12.50	7.00	7.00
贷款收益率	4.23	4.09	3.80	3.80	3.80
生息资产收益率	3.47	3.48	3.31	3.32	3.32
存款付息率	1.54	1.71	1.77	1.75	1.75
计息负债付息率	1.57	1.78	1.83	1.82	1.83
净息差	2.06	1.89	1.66	1.67	1.67
风险成本	1.03	0.83	0.81	0.81	0.81
净手续费增速	6.79	0.44	(1.22)	10.79	8.40
成本收入比	23.97	25.01	25.50	25.01	25.50
所得税税率	17.58	14.56	14.56	14.56	14.56
<b>盈利及杜邦分析 (%)</b>					
ROAA	1.02	0.97	0.89	0.89	0.88
ROAE	12.51	11.93	11.28	11.23	10.86
净利息收入	2.02	1.86	1.64	1.66	1.66
非净利息收入	0.74	0.60	0.66	0.62	0.61
营业收入	2.75	2.46	2.31	2.28	2.27
营业支出	0.69	0.64	0.61	0.59	0.60
拨备前利润	1.83	1.62	1.51	1.52	1.51
拨备	0.59	0.49	0.48	0.48	0.48
税前利润	1.24	1.13	1.04	1.04	1.03
税收	0.22	0.16	0.15	0.15	0.15
<b>业绩年增长率 (%)</b>					
净利息收入	6.79	0.44	(1.22)	10.79	8.40
营业收入	6.81	(2.63)	4.87	8.20	8.08
拨备前利润	5.50	(3.59)	4.47	9.72	7.97
归属母公司利润	10.27	3.49	2.29	9.65	7.95
<b>资产质量 (%)</b>					
不良率	1.42	1.38	1.42	1.31	1.25
拨备覆盖率	205.52	208.98	180.48	178.32	172.72
拨贷比	2.91	2.89	2.56	2.33	2.16
不良净生成率 (测算)	0.54	0.55	0.90	0.70	0.70

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务报表 (人民币 百万元)

利润表	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利息收入	1,162,218	1,280,376	1,366,032	1,503,187	1,631,981
利息支出	(471,538)	(586,689)	(680,813)	(744,029)	(809,090)
净利息收入	690,680	693,687	685,219	759,158	822,890
手续费净收入	133,024	129,265	125,387	130,403	135,619
营业收入	942,762	917,989	962,665	1,041,620	1,125,774
业务及管理费	(225,945)	(229,615)	(245,480)	(260,539)	(287,072)
拨备前利润	627,522	604,984	632,005	693,447	748,683
拨备	(202,623)	(182,419)	(199,761)	(219,511)	(237,072)
税前利润	424,899	422,565	432,244	473,937	511,612
税后利润	350,216	361,038	369,308	404,930	437,119
归母净利润	348,338	360,483	368,740	404,307	436,447
<b>资产负债表</b>					
贷款总额	20,712,964	23,265,872	26,057,777	28,142,399	30,393,791
贷款减值准备	(603,764)	(672,224)	(668,173)	(655,345)	(657,653)
贷款净额	20,109,200	22,593,648	25,389,603	27,487,054	29,736,138
债券投资	9,257,760	10,527,292	11,970,917	13,407,427	15,016,318
存放央行	3,035,566	3,361,552	3,781,746	4,046,468	4,329,721
同业资产	1,490,646	1,906,571	1,715,914	1,544,323	1,389,890
其他资产	1,278,211	1,220,594	987,286	1,115,825	1,238,784
生息资产	34,496,936	39,061,287	43,526,354	47,140,617	51,129,720
资产总额	35,171,383	39,609,657	43,845,466	47,601,097	51,710,851
存款	26,441,774	29,870,491	33,604,302	35,956,604	38,473,566
同业负债	3,326,695	3,906,123	4,296,735	4,941,246	5,682,432
发行债券	1,081,717	1,281,405	1,281,405	1,537,686	1,845,223
计息负债	30,850,186	35,058,019	39,182,443	42,435,535	46,001,221
负债总额	31,896,125	36,095,831	40,342,349	43,691,742	47,362,982
股本	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407
资本公积	148,597	148,174	148,174	148,174	148,174
盈余公积	357,169	392,487	429,418	469,911	513,623
一般风险准备	438,952	496,719	531,489	568,694	608,502
未分配利润	1,620,642	1,767,537	1,952,180	2,279,412	2,633,011
股东权益	3,275,258	3,513,826	3,503,118	3,909,356	4,347,870
<b>资本状况 (%)</b>					
资本充足率	18.02	19.26	19.44	21.16	22.69
核心一级资本	13.31	14.04	13.08	13.82	14.52
杠杆率	10.74	11.27	12.52	12.18	11.89
RORWA	1.68	1.64	1.61	1.65	1.66
风险加权系数	61.67	56.11	54.24	53.46	52.65

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371