

工商银行 (1398 HK)

高息稳健之选

中国工商银行(“工商银行”)是按一级资本计的全球最大商业银行,其公司金融业务具领先地位,且零售业务对业绩的贡献亦逐步上升。我们看好其强劲的资产负债表流动性、坚实的资本状况、平稳的资产质量及稳健的盈利前景。我们估计 2017-2020 年期间每股盈利及每股股息将以 4.7% 的复合年增长率增长,并相信该行可提供有吸引力的股息收益率(超过 5%)。首予增持评级,目标价为 6.3 港元,上升空间为 10.3%。

- 资产负债表流动性强劲。**截至 2018 年三季度末,工商银行的存款飙升 8.9% 至人民币 213,077.07 亿元人民币,在四大行中增长最为强劲。存贷比下降至 71.6%,意味着有充足空间来支持未来的信贷增长。
- 利息净收入凭借稳定的净息差维持稳健增长。**由于降准以及增持免税地方政府债券推高投资收益率的积极影响或可抵销贷款收益率下降(尤其是小微企业)的不利影响,我们预计工商银行 2018/2019 年的净息差将保持在 2.30% 左右,除非央行意外降息。我们还预测其 2018/2019 年的总贷款及存款将分别同比增长 8.8%/8.8% 及 10.1%/8.0%,因此同期净利息收入将保持 9.8%/8.2% 的稳健增长率。
- 手续费收入正在恢复增长。**经历 2017 年的罕见倒退后,工商银行的手续费收入在 2018 年首三季反弹,其手续费净收入占营业收入的比率(21.1%)居四大行之首。鉴于信用卡业务的强劲增长潜力,自 2018 年下半年起理财产品监管略有放松,以及低基数效应,我们认为其 2018/2019 年的手续费收入可实现单位数增长,但手续费净收入占营业收入的比率难以改善。
- 信贷成本对净利润增长造成压力。**资产质量可能在 2018/2019 年继续改善,不良贷款率进一步下滑至 1.52%/1.49%,主要由于坏账核销计划及零售贷款比例上升。但由于该行正为宏观经济的不确定性上升做准备,我们预计其 2018/2019 年的拨备覆盖率将上升至 179.9%/195.0%,信贷成本将上升 16 个基点/14 个基点。因此,尽管这两年拨备前营业利润可能会实现 8.9% 和 8.0% 的强劲增长,但预计净利润仅增长 5.0% 和 4.5%。
- 首予增持评级。**我们的目标价格乃基于 DDM 方法估值得出,股本成本为 12.5%,长期净资产收益率为 11.5%,永续增长率为 3%,相当于 0.9 倍 FY19 预测市净率及 7.3 倍 FY19 预测市盈率。

投资总结

年结于 12 月	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收(人民币百万元)	641,681	675,654	733,643	788,783	841,193
变化(%)	(4.0)	5.3	8.6	7.5	6.6
净利润(人民币百万元)	278,249	286,049	300,338	313,915	328,314
变化(%)	0.4	2.8	5.0	4.5	4.6
每股盈利(人民币)	0.77	0.79	0.83	0.87	0.91
变化(%)	(0.4)	2.9	5.1	4.4	4.6
市盈率(倍)	5.4	6.6	5.9	5.6	5.4
市净率(倍)	0.79	0.91	0.79	0.73	0.68
平均资产回报率(%)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
平均权益回报率(%)	15.2	14.4	13.9	13.4	13.0
每股股息(人民币)	0.234	0.241	0.254	0.264	0.277
股息收益率(%)	5.6	4.6	5.2	5.4	5.6

资料来源:公司资料、彭博资讯、东方证券(香港)

增持

目前股价

HK\$5.71

目标股价

HK\$6.30

中国 / 金融 / 银行

2019 年 1 月 14 日

刘思桐, CFA (SFC CE:BMA553)

(852) 3519 1293

Scarlett.liu@dfzq.com.hk

最新主要数据

已发行股份总数(百万股)	356,406
市值(百万港元)	2,138,989
12 个月内日均成交额(百万港元)	1,750
12 个月波动率(%)	25.0
FY17-19 预测平均资产回报率(%)	1.1
FY17-19 预测平均权益回报率(%)	13.9
FY18 预测市净率(倍)	0.79
FY18 预测市盈率(倍)	5.9

股价表现(%)

	1M	YTD	12M
绝对值	5.7	2.2	(12.6)
相对恒指	2.3	(1.0)	1.8

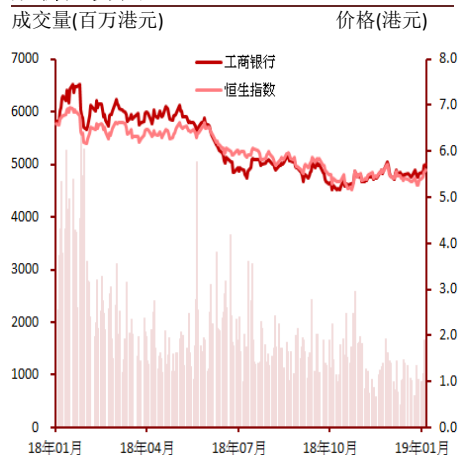
主要股东持股(%)

汇金公司	35.0
财政部	33.1

审计师

毕马威会计师事务所

股价走势图



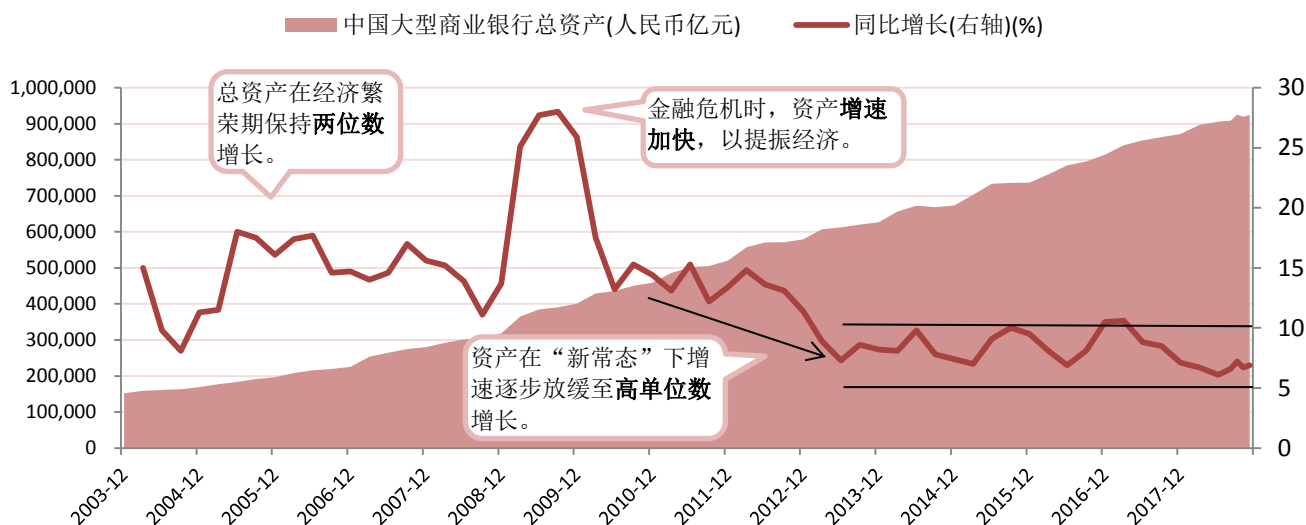
资料来源:彭博资讯、东方证券(香港)

“新常态”下大行资产稳步增长

五大行在银行业占据统治地位

中国五大行指五个大型商业银行，包括中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行、中国银行及交通银行，在中国银行业占据统治地位。根据中国银保监会资料，截至 2018 年 11 月，中国大型商业银行总资产约为人民币 92.4 万亿元，占中国银行机构(包括商业及非商业银行，其中非商业银行如政策性银行及农村金融机构)总资产的 35.6%。此外，其他商业银行涵盖 12 家股份制银行及超过 100 家城市银行，分别占银行业总资产的 17.7%及 13.0%。

图表 1: 中国大型国有商业银行的总资产状况

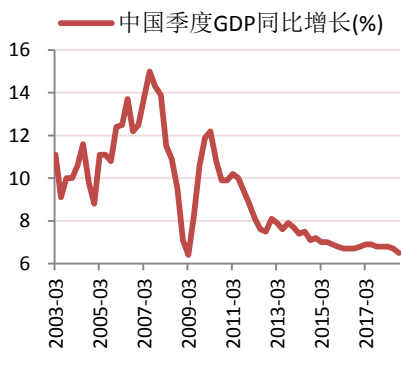


资料来源: Wind 资讯、东方证券(香港)

经济放缓成新常态，增长更可持续

从 2011 年下半年开始，中国 GDP 增速降至 10% 以下，到 2015 年下半年更降至 7% 以下。政府决策者似乎更加容忍经济增长放缓，引领经济向消费驱动增长转型，进入低速高质增长的新常态，预计该状态将长期持续下去。此外，美中贸易紧张局势及家庭债务将增加近期压力。因此，中国 GDP 料将不再回归两位数增长，但在未来几年保持 L 型发展。

图表 2: 中国实际 GDP 增长



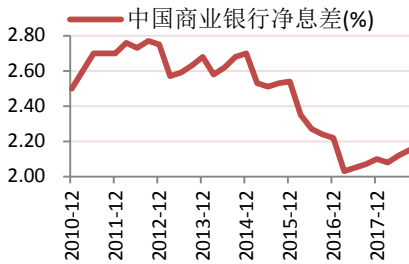
资料来源: Wind 资讯、东方证券(香港)

银行资产负债表以较高的单位数扩大

银行业被广泛视为宏观经济活动的晴雨表。随着近年中国经济进入增长放缓的新常态，大型国有银行的资产负债表逐步放缓扩张步伐。2013-2017 年间，中国大型商业银行的总资产在大部分时间同比增长 5%-10%，结束了前十年两位数的高增长。考虑到上述短期拖累因素及新常态将持续较长时间，我们预计银行资产将在 2019 年及以后继续以稳定或稍快的速度增长。

货币政策对银行盈利能力的影响 – 长周期解析

图表 3: 中国银行业净息差表现

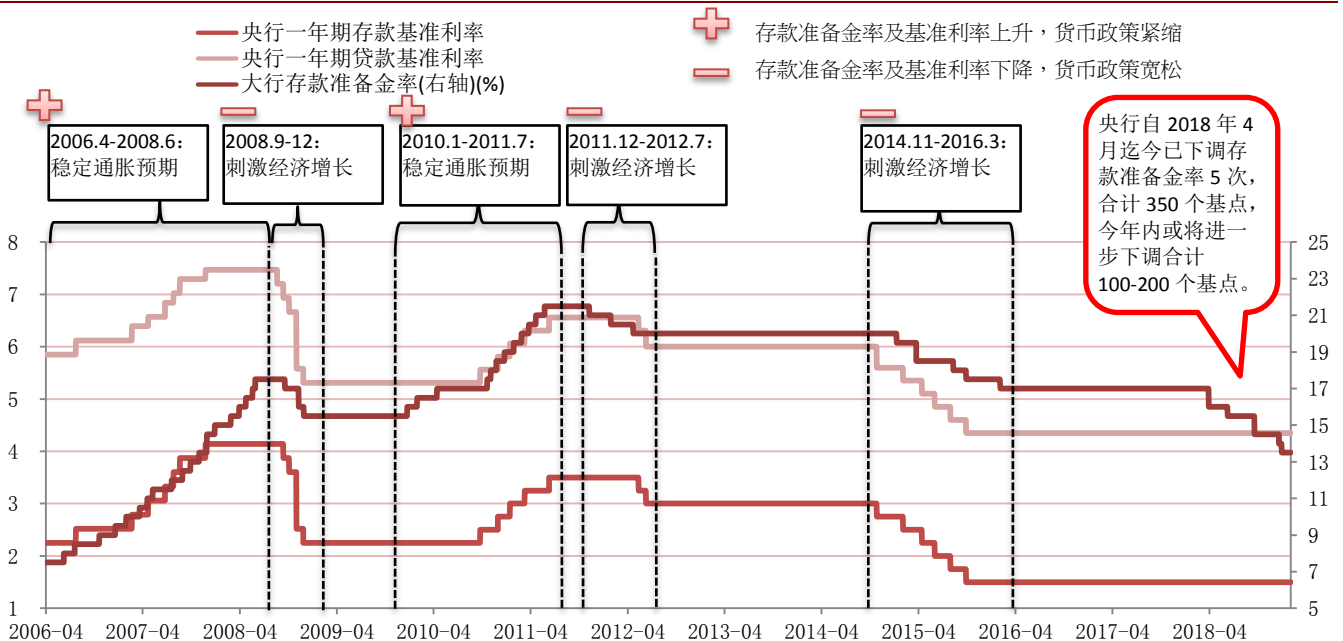


资料来源: Wind 资讯、东方证券 (香港)

净息差受基准利率变动影响

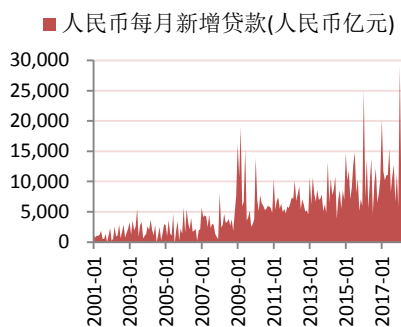
净息差(NIM)是中国银行业盈利能力的主要决定因素, 因为利差业务仍为银行整体经营业绩作出主要贡献, 而中间业务仅占较小比例。受 2012 年及 2014-2016 年两次降息周期刺激经济增长的影响, 中国商业净息差由 2012 年第三季度的 2.77% 急剧下降至 2017 年一季度的 2.03%, 导致行业利润增长放缓。不过, 受美联储持续加息所限, 中国央行可能不会选择进一步降低基准利率, 而是采用新的定向货币政策工具, 如定向中期借贷便利工具(TMLF)等来调整市场利率。净息差在过去几个季度触底并略有反弹。基本情境下, 我们认为该指标在不久的将来保持稳定, 除非央行突然下调基准利率以刺激增速放缓的经济。

图表 4: 央行对银行存款准备金率及基准利率的调整



资料来源: Wind 资讯、东方证券 (香港)

图表 5: 人民币新增贷款



资料来源: Wind 资讯、东方证券 (香港)

降准以释放更多贷款

中国新增人民币贷款在 2009 年、2016 年及 2017 年飙升。中国人民银行在 2008 年、2011-2012 年及 2015-2016 年多次下调银行存款准备金率, 以支持信贷需求, 从而恢复经济增长。目前, 降准的新周期已经开始。自 2018 年 4 月起, 大型商业银行的存款准备金率已在 9 个月内由 17% 调整为 13.5%, 意味着中国的货币政策似乎在某种程度上变得温和。得益于较低的存款准备金率, 预计银行业将释放更多资金以满足信贷需求, 并加快贷款增长速度。由于存款充裕, 资金成本相对较低, 大型银行将获得更多空间扩大信贷规模, 并录得更好的利息收入增长。2018 年 10 月及 2019 年 1 月的最新降准也对净息差产生积极影响, 因为将部分流动资金用于交换到期的中期贷款工具(MLF), 或会降低主要银行的计息负债平均成本。

工商银行：全球最大的商业银行(按一级资本计)

图表 6：发展历程

1. 正式成立时期 (1983-1984)

- 国务院宣布，中国人民银行将专门行使中央银行职能，将其工商信贷及储蓄业务分拆到工商银行，标志着中国国家专业银行体系的最终确立。

2. 国家专业银行时期 (1984-1993)

- 工商银行积极实施以搞活城市行为中心的企业化改革，在存、贷及汇等各项业务取得长足发展，成长为中国第一大银行。

3. 国有商业银行时期 (1994-2004)

- 工商银行构建现代商业银行经营管理体系，集中精力消化不良资产包袱，资产质量发生根本好转，经营结构发生积极变化。

4. 股改上市以后的黄金发展期 (2005-2014)

- 财务重组顺利实施，股份公司正式成立，推动经营结构和模式重大调整，积极稳健推动国际化布局。公司实现上海、香港两地同步上市。

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

工商银行在“2018 年全球银行 1000 强”中位居榜首

工商银行(1398 HK)在英国《银行家》杂志发布的“2018 年全球银行 1000 强”榜单中位列第一名(按一级资本计)。工商银行成立于 1984 年，并于 2005 年整体重组为股份有限公司。2006 年 10 月 27 日，工商银行在上海证券交易所及香港联交所上市。作为全球系统重要性银行(G-SIBs)之一，工商银行以其主要业务为实体经济提供支持，为 670.6 万企业客户及 5.87 亿个人客户提供全面的金融产品及服务。工商银行还不断加强大型零售、大型资产管理、大型投资银行及国际综合发展的战略，并积极拥抱金融科技。

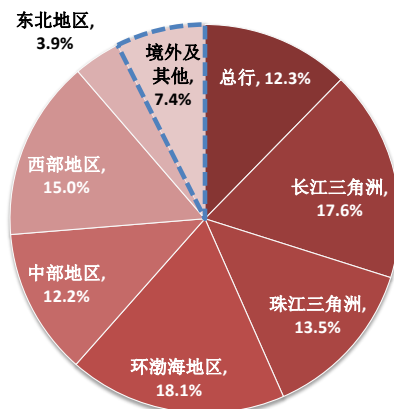
图表 7：2018 年全球银行 10 强

排名	银行	国家	一级资本 (十亿美元)
1	工商银行 (1398 HK) (601398 CH)	中国	324
2	建设银行 (939 HK) (601939 CH)	中国	272
3	中国银行 (3988 HK) (601988 CH)	中国	224
4	农业银行 (1288 HK) (601288 CH)	中国	218
5	摩根大通 (JPM NYSE)	美国	209
6	美国银行 (BAC NYSE)	美国	191
7	富国银行 (WFC NYSE)	美国	178
8	花旗集团 (C NYSE)	美国	165
9	三菱日联金融集团 (8306 Tokyo)	日本	153
10	汇丰银行 (5 HK) (HSNA Lon)	英国	151

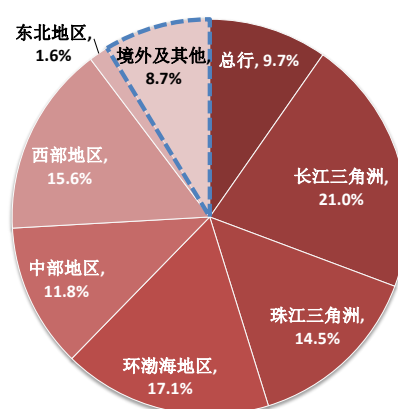
资料来源：《银行家》、《金融时报》、东方证券（香港）

营业收入主要来自中国内地

工商银行上半年 90% 以上的营业收入及税前利润来自中国内地，在国内保持多元化经营，长三角、珠三角、环渤海地区、中部及西部地区的业绩贡献相若(10%-20%)。此外，工商银行过去十年海外业务增长迅速，营业收入占比由 2007 年的 2% 上升至 2018 年上半年的 7.4%，其 420 个海外机构分布在亚太地区、欧洲、美洲及非洲。

图表 8：2018 年上半年营业收入按地理区域分布


资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图表 9：2018 年上半年税前利润按地理区域分布


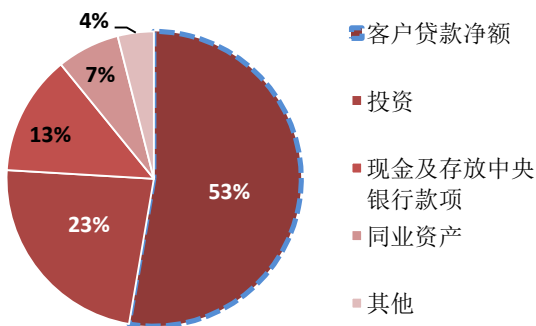
资料来源：公司资料、东方证券（香港）

专注于资产及负债业务

工商银行资产负债表驱动的商业模式

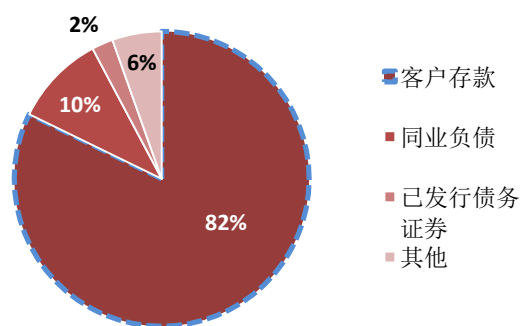
银行的业绩表现在很大程度上取决于其资产及负债业务，赚取生息资产的利息收入以及支付计息负债的利息支出。截至 2018 年 9 月 30 日，工商银行总资产及总负债分别为人民币 281,981.35 亿元及人民币 259,172.74 亿元，较 2017 年末分别增长 8.1% 及 8.2%。资产端方面，净贷款达人民币 148,607.53 亿元，占总资产的 53%。其次是主要包括债券在内的投资，占总资产的 23%。负债端方面，客户存款增长至人民币 213,077.07 亿元，占总负债的 82%。银行间负债(包括同业及其他金融机构存放和拆入款项及卖出回购款项)以及发行债券等其他融资来源仅占很小比例。

图表 10: 工商银行资产运用(截至 2018 年 9 月底)



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图表 11: 工商银行负债分布(截至 2018 年 9 月底)

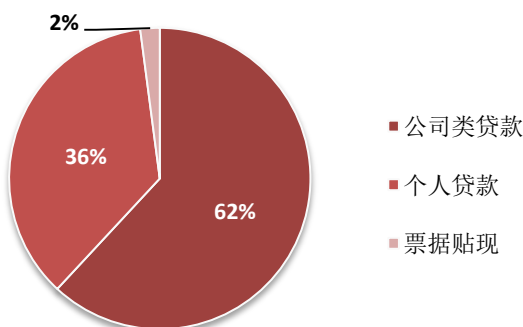


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

存款增长快过贷款增长

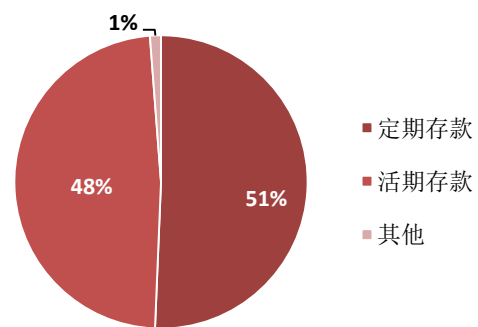
贷款及存款是资产负债表上最重要的两项。凭借该等项目的良好增长，工商银行已展示出强大的吸收存款及发放贷款的能力。在存款竞争加剧的环境下，工商银行 2018 年 9 月 30 日存款较上年末增长 8.9%，高于总贷款增长率 7.2%。同时，存款的期限结构保持相对稳定，低成本活期存款保持在总存款的一半左右。此外，就银行贷款结构而言，公司类贷款而非个人贷款仍占最大份额。

图表 12: 工商银行贷款结构(截至 2018 年 9 月底)



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图表 13: 工商银行存款结构(截至 2018 年 9 月底)



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)



公司及个人金融业务表现均衡

国内公司金融业务的领导者

工商银行有三大业务分部，即公司金融业务、个人金融业务及资金业务，分别占 2018 年上半年税前利润总额的 40.3%、40.0% 及 19.0%。其中，工商银行公司金融业务在国内银行业排名第一，同期实现营业收入人民币 1,767.79 亿元，税前利润为人民币 795.76 亿元，规模远高于建行、农行及中行。纵向研究，该分部的营业收入从 2007 年到 2017 年的复合年增长率为 10.2%，2017 年达人民币 3,322.64 亿元。由于工商银行拥有稳固的公司客户群及创新的产品及服务，并承担支持实体经济及服务于供给侧结构改革的使命，我们预计公司金融业务仍将是最大的收入来源之一。

图表 14：工商银行的主要经营分部

公司金融业务

- 公司金融业务分部涵盖向公司类客户、政府机构和金融机构提供的金融产品和服务；
- 这些产品和服务包括公司类贷款、贸易融资、存款、对公理财、托管及各类对公中间业务等。

个人金融业务

- 个人金融业务分部涵盖向个人客户提供的金融产品和服务；
- 这些产品和服务包括个人贷款、存款、银行卡业务、个人理财业务及各类个人中间业务等。

资金业务

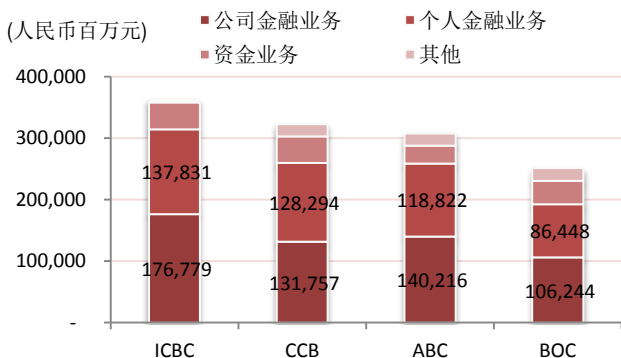
- 资金业务分部涵盖本集团的货币市场业务、证券投资业务、自营及代客外汇买卖和衍生金融工具等。

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

个人金融业务的贡献增加

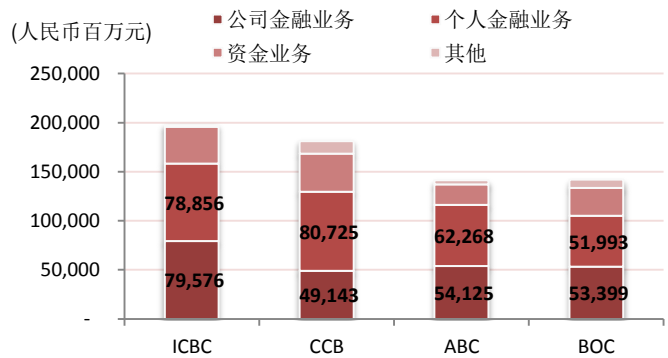
除具有竞争力的公司金融业务外，工商银行在过去十年中实现了个人金融业务的快速发展，其占税前利润总额的比例由 2009 年的 24.7% 上升至 2018 年上半年的 40.0%。该分部 2007-2017 年营业收入的复合年增长率为 11.1%，并于 2017 年达人民币 2,479.19 亿元。由于个人金融业务在经济低迷时期往往提供最佳的资产质素及更稳定的表现，从长远来看，工商银行将会继续推进其智能零售战略并提升该分部的贡献。

图表 15：四大行 2018 年上半年营业收入（按业务分部）



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图表 16：四大行 2018 年上半年税前利润（按业务分部）

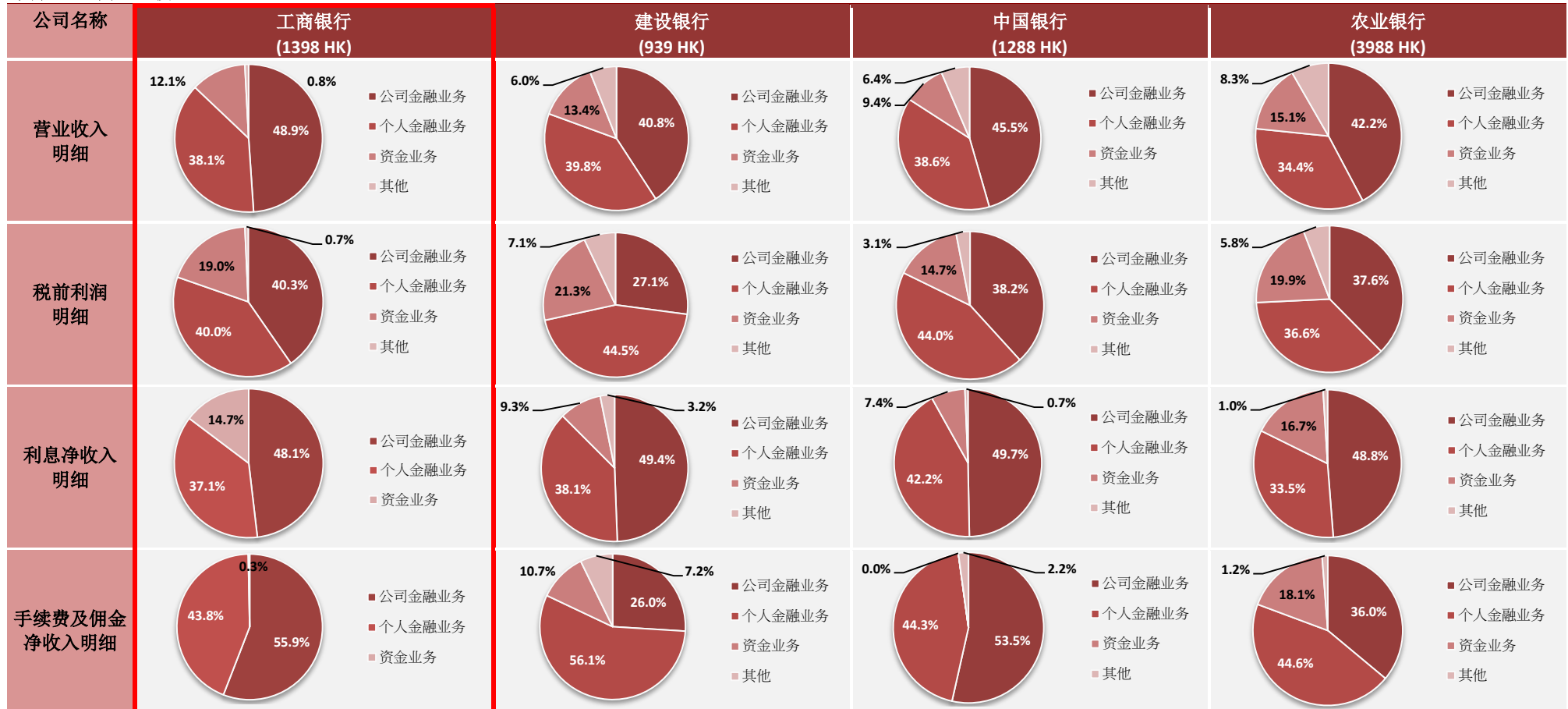


资料来源：公司资料、东方证券（香港）

四大行经营分部对比

我们将工商银行与建行、农行及中行作比较，以分析其各业务板块的实力，以下数据截至 2018 年上半年：

图表 17：同业比较



分析：2018 年上半年，工商银行的公司金融分部营业收入及税前利润均位居四大行第一位，个人金融分部营业收入位列四大行第一位，税前利润则排名第二。与同业中个人金融业务对手续费及佣金净收入、营业收入及税前利润贡献最大的建行相比，工商银行的个人金融业务在收入规模及结构方面仍有很大提升空间。

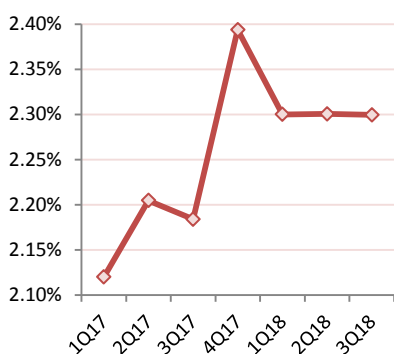
资料来源：公司资料、东方证券（香港）

净利息收入在息差趋稳之下维持稳健增长

净息差前景审慎稳定

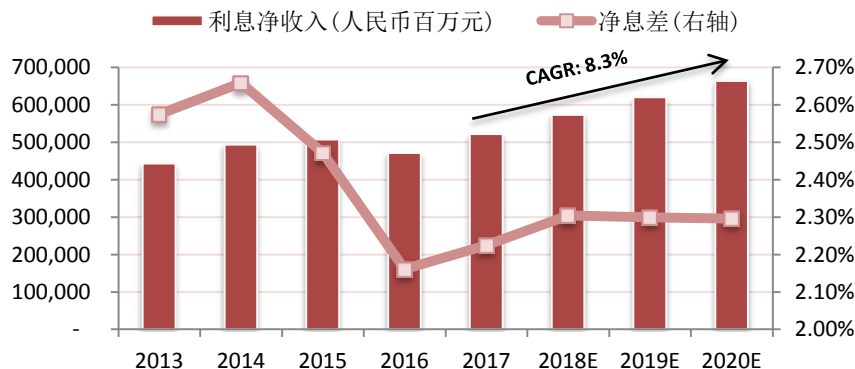
根据我们的估计，随着生息资产收益率上升及计息负债成本攀升，工商银行 2018 年连续三个季度的净息差保持在 2.30% 左右。净息差在近期保持相对稳定，原因包括：1) 降准将部分抵销政府为支持经济而要求的中小企业贷款收益率下降；2) 房屋按揭收益率将在激烈的竞争中持平或略有下降；3) 通过久期调整及增持免税的地方政府债券，可拉升投资收益率；及 4) 存款成本或会随着规模快速扩张而缓慢增长。我们预测 2018 年生息资产的收益率及资金成本分别上升 13 个基点及 7 个基点至 3.80% 及 1.64%，并在 2019 基准情境下均转而下滑 2 个基点。但由于货币政策正变得宽松，我们亦应警惕基准利率若突然下调可能严重损害净息差及利息净收入的增长。

图表 18: 工商银行季度净息差



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图表 19: 工商银行年度利息净收入及净息差

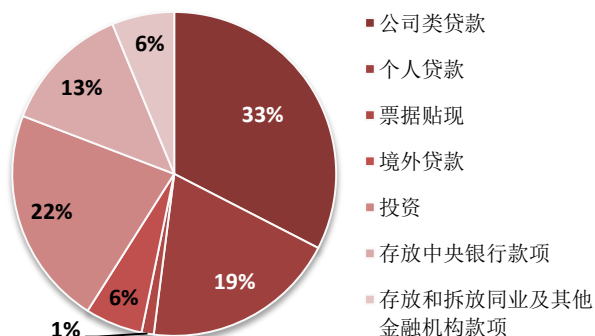


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

新增人民币贷款目标获调升

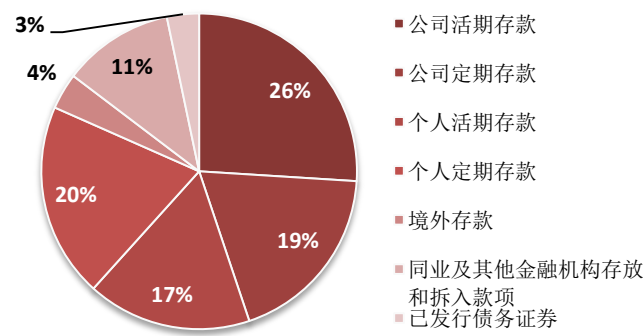
贷款及存款的稳定增长将有助于确保利息净收入表现稳健可持续，我们预计 2017-2020 年其将实现 8.3% 的复合年增长率。就贷款而言，管理层曾将该行 2018 年国内新增贷款目标调升人民币 1,000 亿元至人民币 1 万亿元，并指出公司类贷款需求旺盛。就去年上半年占计息负债 82% 的存款而言，与 2017 年相比，公司存款每日余额增速高于个人存款(4.4% VS 1.3%)，主要受惠于工商银行强大的机构客户基础。

图表 20: 工商银行 2018 年上半年的生息资产结构



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图表 21: 工商银行 2018 年上半年的计息负债结构

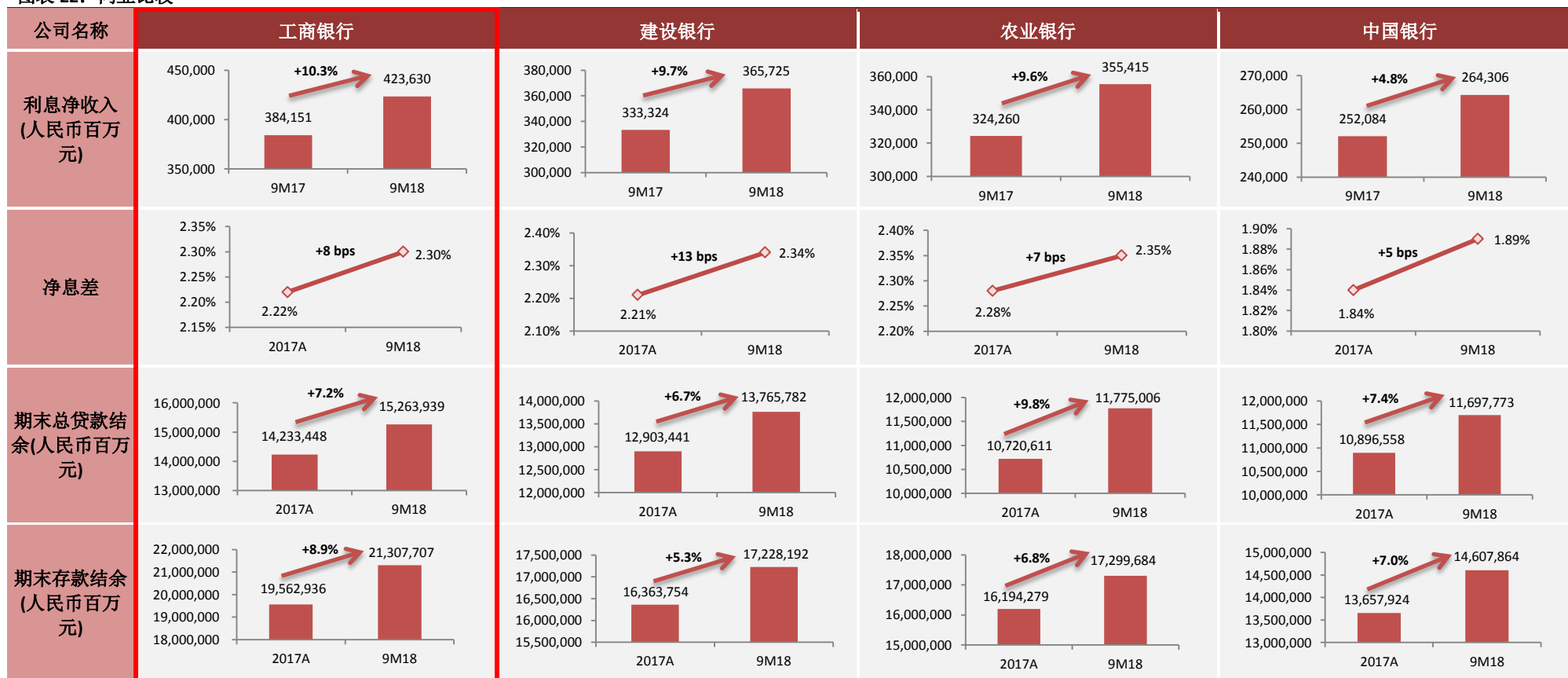


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

四大行的利差业务对比

我们将工商银行与建行、农行及中行作比较，以分析其利差业务的实力，以下数据截至 2018 年首 9 个月：

图表 22：同业比较



分析：2018 年前三季度，工商银行的利差业务在四大行中表现最为强劲，利息净收入同比增长 10.3% 至人民币 4,236.3 亿元，净息差较 2017 年扩大 8 个基点(仅稍逊于零售业务份额更大且享有更高普惠金融降准优惠的建行)。此外，工商银行的存款余额相比 2017 年底增长 8.9% 至人民币 213,077.07 亿元，在较高的基数上实现了令人惊喜的涨幅。且在此期间，工商银行是四大行中唯一一家存款增速高于贷款的银行，表明其贷存比下降并有更多空间满足未来贷款需求。

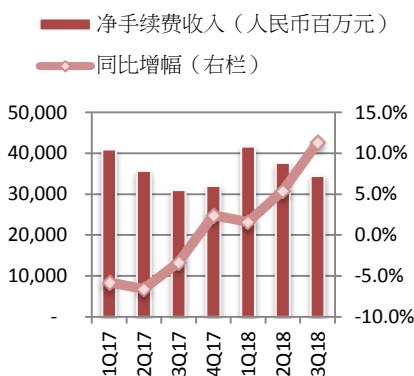
资料来源：公司资料、东方证券（香港）

手续费增长复苏

净手续费收入增幅自 18Q2 起加快

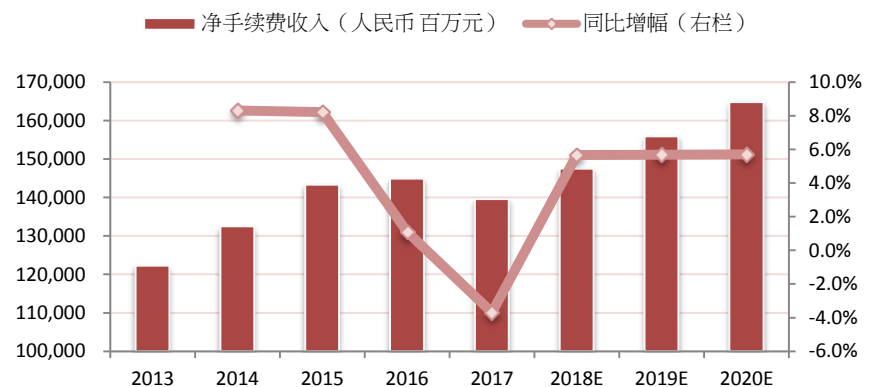
受保险产品与理财产品新规及资本市场波动影响，工商银行中间业务 2017 年录得罕见降幅。所幸上述负面影响部分被某些项目的强劲增长所抵消，2018 年第二季度工商银行净手续费收入录得快速回升，其首三季净手续费收入录得同比 5.7% 的显著反弹，管理层将这一增幅主要归结于 1) 信用卡业务；2) 担保及承诺业务较去年增长 33%；3) 电商业务(含第三方支付)增长 71%；4) 国际结算业务增长 20%。

图表 23：工商银行季净手续费收入



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图表 24：工商银行年净手续费收入



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

手续费增长复苏将持续

银行卡业务及结算业务手续费收入于 2018H1 分别增长 16.7% 及 17.1%，而个人理财及对公理财手续费收入则分别下滑 5.8% 及 25.4%。受此影响，手续费收入在这一阶段录得轻微反弹。考虑到工商银行信用卡业务增长强劲，理财产品新规去年下半年起边际放松，再加上低基数效应，因此我们预计该行手续费收入将在 2019 年持续平缓回升。

图表 25：工商银行 2018H1 手续费收入明细

	手续费收入 (人民币百万元)	占比 (%)	同比增幅 (%)	管理层评论
银行卡	21,939	25.0	16.7	<ul style="list-style-type: none"> 信用卡分期付款手续费及消费回佣收入增长快，利好银行卡业务； 主要得益于第三方支付业务收入增加，结算、清算及现金管理业务收入增加； 受 2017 年保险产品监管规范及资产管理产品于 2018 年开始缴纳增值税等因素影响，个人理财和对公理财业务收入有所下降； 受债务及股权融资业务量下降所影响，投资银行业务收入下滑； 主要受承诺业务快速增长所影响，担保及承诺业务收入增加。
结算、清算及现金管理	16,478	18.8	17.1	
个人理财及私人银行	16,402	18.7	(5.8)	
投资银行	13,489	15.4	(8.4)	
对公理财	7,537	8.6	(25.4)	
担保及承诺	5,569	6.3	29.8	
资产托管	3,844	4.4	10.2	
代理收付及委托	1,094	1.2	0.6	
其他	1,351	1.5	(4.6)	
手续费总收入	87,703	100.0	2.7	

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

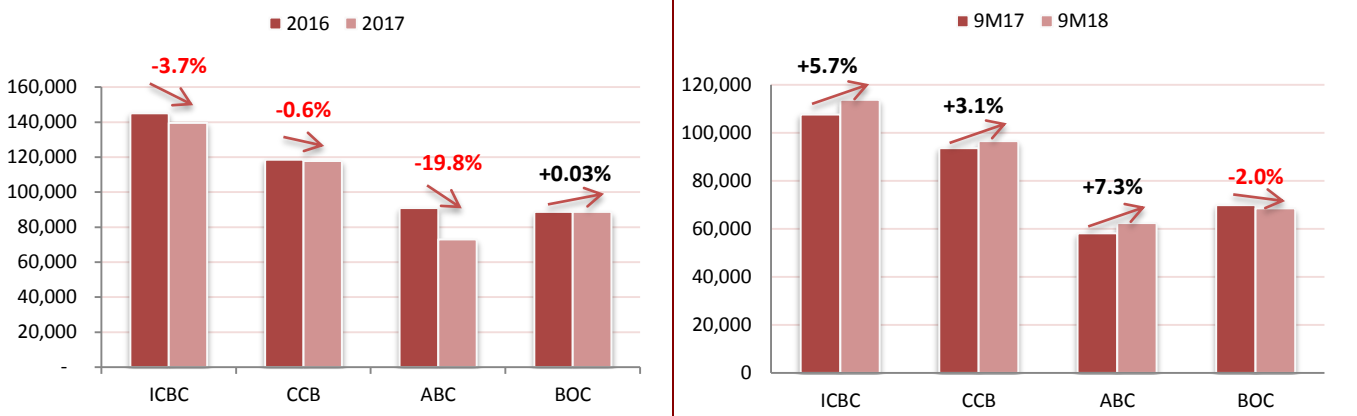


中间业务具提升空间

工行表现优于同业

资管新规出台以及政府鼓励削减手续费向实体经济和消费者让利，令中国大银行的手续费收入于 2017 年多数录得降幅。2018 年，受低基数、监管要求相对宽松及部分业务收入显著增长所影响，手续费收入回升。2018 年前三个季度，工商银行净手续费收入同比增长 5.7% 至人民币 1,137.39 亿元，净手续费收入占营业收入比达 21.1%，两者均列四大行之首。由此可见，工商银行开展的中间业务转型创新取得良好成果。

图表 26: 四大行净手续费收入比较 (人民币百万元)

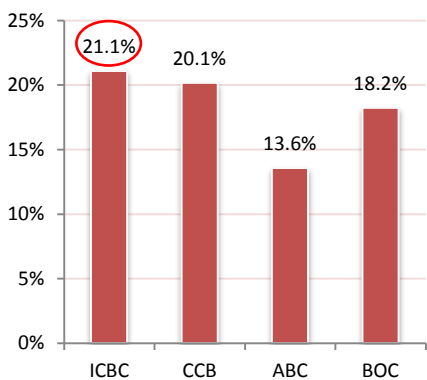


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

中期目标拟提升占比

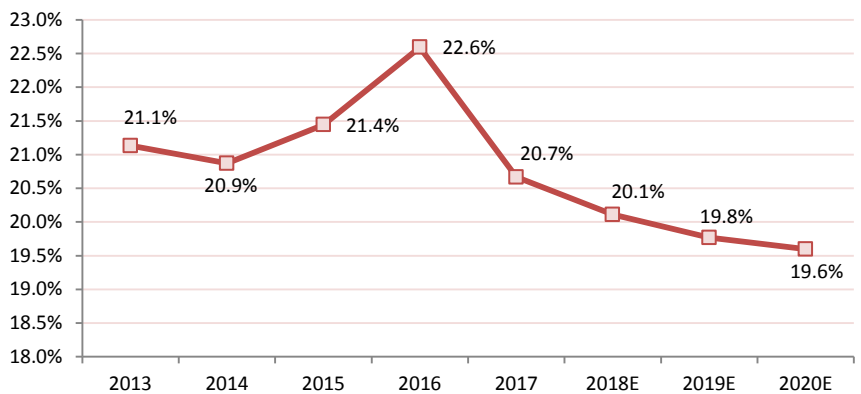
工商银行把净手续费收入占营业收入比提升至 30% 作为其中间业务的中期目标，远高于其现有水平。然而，根据资管新规，银行在 2020 年底前需实现所有理财产品的净值化转型。而该行净值产品占总资管产品比重于 3Q18 底仅达到 13%，相关业务规模因此较难录得增幅，这或将给手续费收入带来下行压力。另外，受经济增长下行压力影响，大行仍需实行减费让利。所以，我们预计其净手续费收入占营业收入比重于 2018 年-2020 年仍将维持在 20% 左右。

图表 27: 四大行 9M18 净手续费收入占营业收入比



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图表 28: 工商银行年净手续费收入占营业收入比率



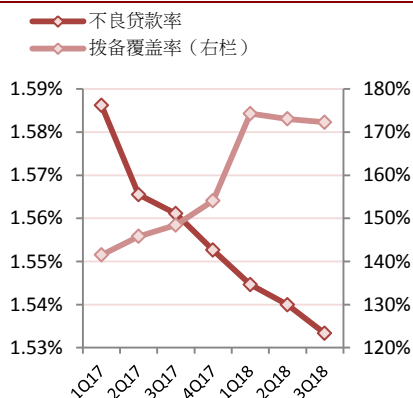
资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

良性的资产质量展望

不良贷款率按季下滑

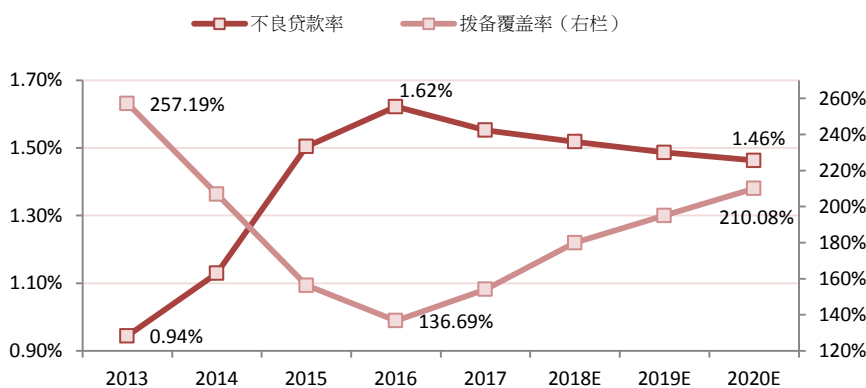
尽管在经济下行压力之下公司不良贷款率仍在上升，但工行的整体不良贷款率已从 1Q17 的 1.59% 降至 3Q18 的 1.53%。此外，关注贷款率及逾期贷款率于 3Q18 亦录得下滑。我们认为资产质量整体提升的主要原因之一是个人不良贷款率录得降幅，其于 18H1 从 2015 的 1.23% 降至 0.80%。另一个主要因素是坏账核销数额大幅提升。2018 年工商银行坏账核销目标数额为人民币 1 亿元，其高于之前三年水平 39%-66%。此外，工商银行 18H1 新计提减值准备(人民币 7,768.9 万元)较前两年高，在此推动下，其拨备覆盖率为 2018 年 9 月末维持在逾 170%，高于 2017 的 154%。面对宏观经济不确定性提升，工行或将增加拨备来应对，我们预计其 2018/2019 年的拨备覆盖率将升至 179.9%/195.0%，信贷成本将提升 16 个基点/14 个基点至 1.07% 和 1.21%。

图表 29: 工商银行季不良贷款率及季拨备覆盖率



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图表 30: 工商银行年不良贷款率及拨备覆盖率

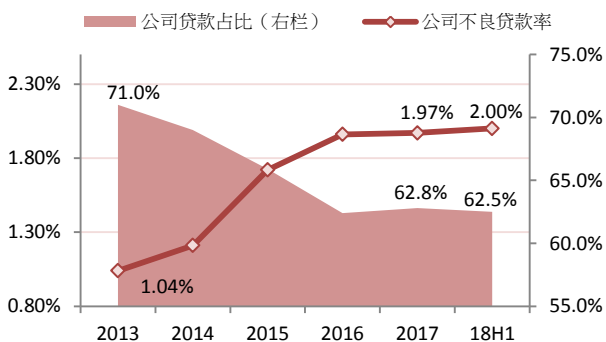


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

个人贷款贡献增大提升贷款质量

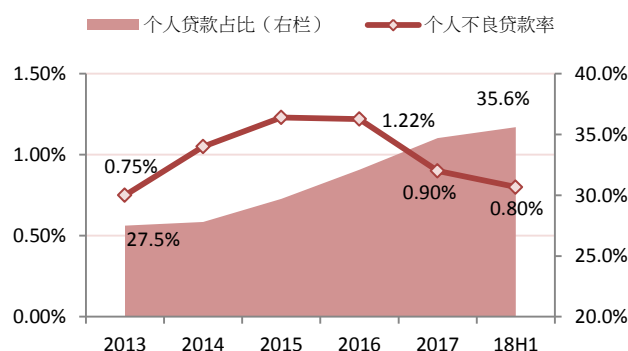
个人贷款占比从 2013 年的 27.5% 升至 18H1 的 35.6%，而公司贷款占比则降至 62.5%。个人贷款不良贷款率通常较低，因此这一结构性转变将提升整体资产质量。比如，管理层指出工商银行自 2016 年起其新增房贷的不良率仅 0.09%。此外，管理层还强调其能通过金融科技有效控制小微企业贷款风险。因此，我们预计工商银行不良贷款率将于 2018/2019 年降至 1.52%/1.49%。

图表 31: 工商银行公司贷款占比及不良贷款率



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图表 32: 工商银行零售贷款占比及不良贷款率

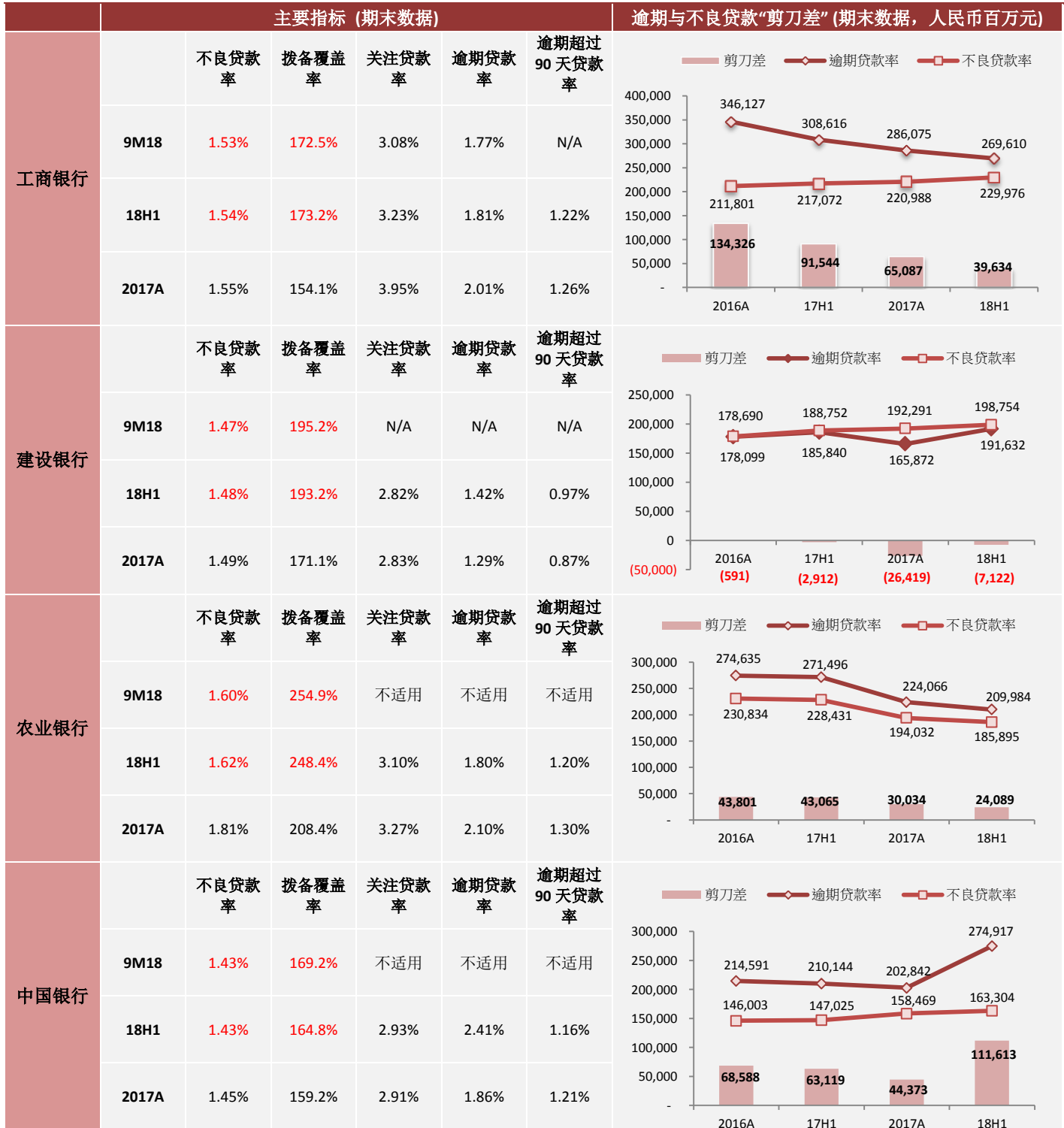


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

四大行资产质量比较

我们将四大行资产质量主要指标进行对比分析，下列为 9M18 或 18H1 相关数据：

图表 33：同业比较



分析：四大行 2018 年前三个季度资产质量整体改善，不良贷款率下滑且处于低位。就逾期率等先行指标而言，1H18 仅有工商银行及农业银行的超 90 天贷款逾期率及整体逾期率均较 2017 年低。此外，这两家银行逾期贷款与不良贷款的“剪刀差”亦于 2017-18H1 期间收窄。工商银行指出其 3Q18 末境内公司贷款逾期与不良的“剪刀差”录得负数，这说明该行对于不良贷款的认定更趋严格。

资料来源：公司资料、东方证券（香港）



资本水平续维持稳健

主要资本比率均符合监管要求

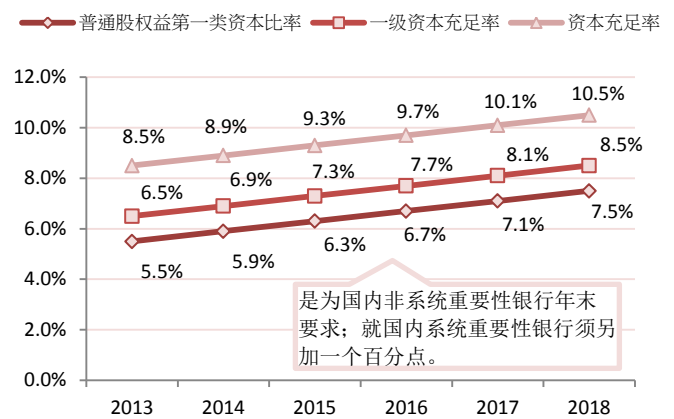
工商银行自 2015 年起其核心一级资本充足率、一级资本充足率及资本充足率分别维持在 12%、13% 及 15% 左右。截至 3Q18 最新数据, 其分别录得 12.48%、12.94% 及 14.81%。银监会要求国内系统重要性银行其最低核心一级资本充足率、一级资本充足率及总资本充足率截至 2018 年底分别达到 8.5%、9.5% 及 11.5%, 较国内非系统重要性银行高出一个百分点。此外, 金融稳定委员会要求 2018 年第二档全球系统重要性银行实施 1.5% 的附加资本要求, 即核心一级资本充足率、一级资本充足率及总资本充足率分别达到 9.0%、10.0% 及 12.0%。由此可见, 工商银行三项资本充足率均符合本地及全球监管标准, 较最严苛要求比率高出 281-384 个基点, 表现稳健。

图表 34: 2018 年 G-SIBs 名单及额外资本缓冲要求

额外资本缓冲要求	每一档 G-SIBs 按字母顺序排列
5 (3.5%)	(无)
4 (2.5%)	摩根大通
3 (2.0%)	花旗集团、德意志银行、汇丰控股
2 (1.5%)	美国银行、中国银行、巴克莱银行、法国巴黎银行、高盛银行、 中国工商银行 、三菱日联金融集团、富国银行
1 (1.0%)	中国农业银行、纽约梅隆银行、中国建设银行、瑞士信贷集团、法国人民储蓄银行集团、法国农业信贷银行、ING 集团、瑞穗金融集团、摩根士丹利、加拿大皇家银行、桑坦德银行、法国兴业银行、标准渣打银行、道富银行、三井住友金融集团、瑞银集团、裕信银行

资料来源: 金融稳定委员会、东方证券(香港)

图表 35: 银监会结合巴塞尔 III 制定的资本要求

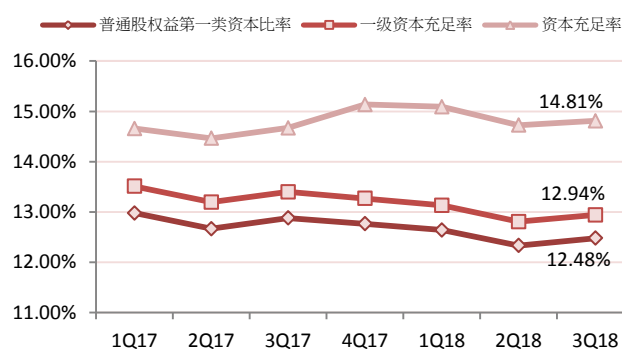


资料来源: 中国银行监督管理委员会、东方证券(香港)

发行优先股以扩充资本

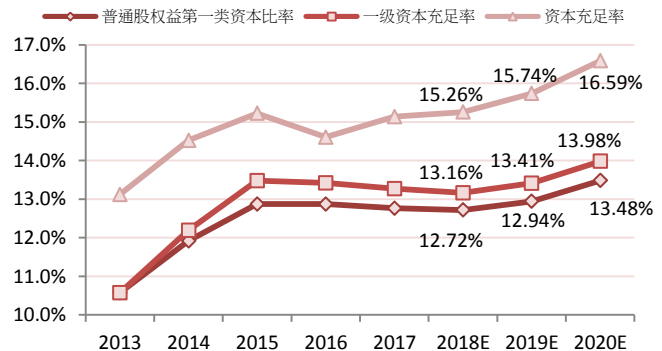
工商银行 18H1 风险加权资产比率从 2017 年的 60.96% 升至 61.82%, 增幅较快。由于银行对地方政府债券等风险资产的配置增加, 其风险加权资产增幅或将进一步提升, 可能令资本状况受压。不过, 工商银行于 2018 年中期业绩时宣布拟发行优先股募资最多 1000 亿元人民币, 我们认为该方案将推动一级资本充足率及资本充足率在 2019 及 2020 年各提升 4 个基点/10 个基点及 5 个基点/11 个基点, 且各项主要资本在预测期内均维持较充裕水平。

图表 36: 工商银行季资本充足率



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图表 37: 工商银行年末资本充足率

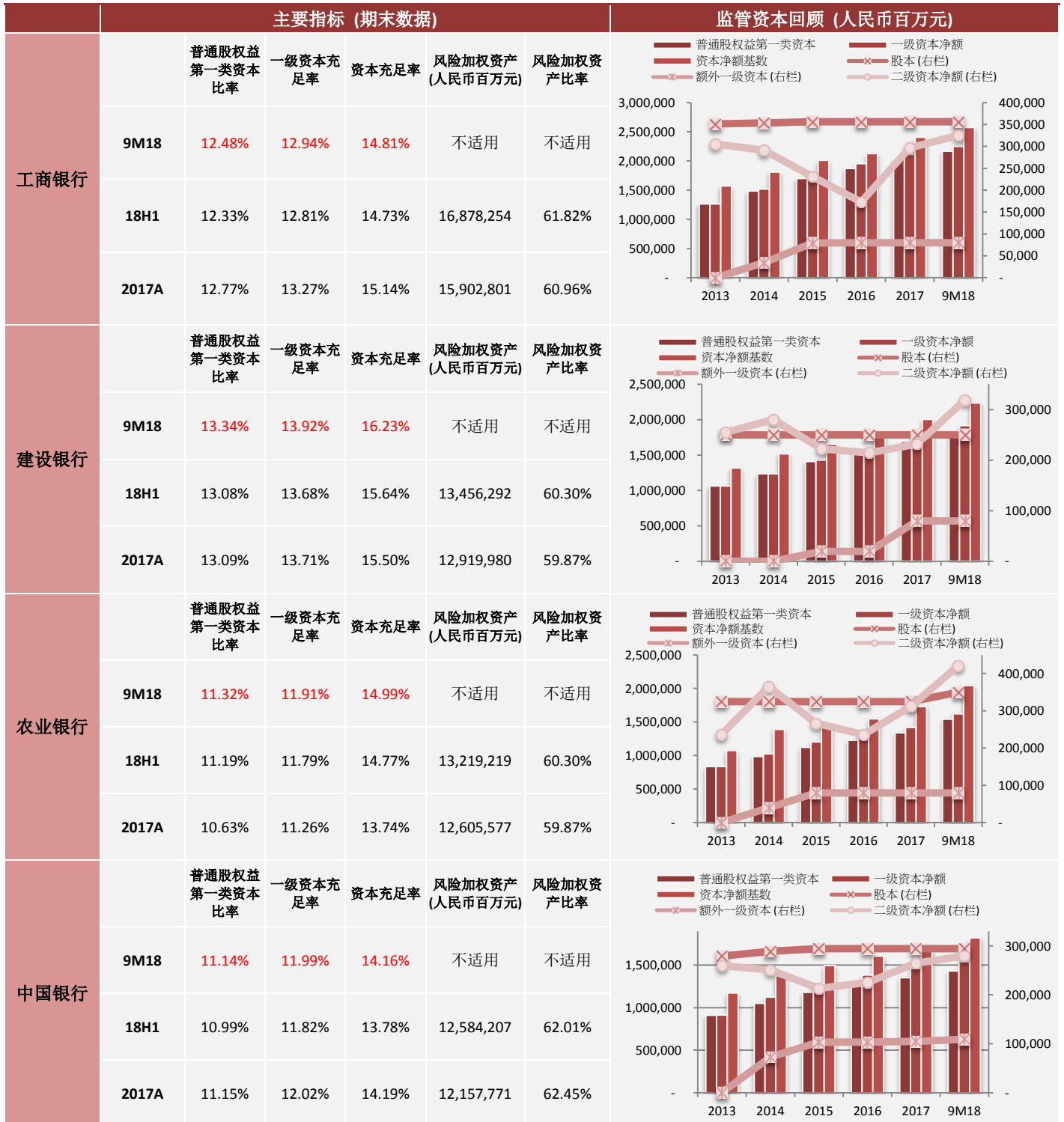


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

四大行资本状况比较

我们将四大行资本状况主要指标进行对比分析，下列为 9M18 或 18H1 相关数据：

图表 38：同业比较



分析：截至 3Q18，四大行主要资本充足指标均符合监管要求，这主要得益于其在过去几年间展开一系列筹资活动。2014-2015 年其额外一级资本及 2017-2018 年其二级资本净额整体上扬，由此可见大行试图通过发行优先股及二级资本债券来强化其资本状况，同时个别银行股本方面的变化则源自增发普通股或可换股债券。在四大行中，建设银行及工商银行其资本状况优于农业银行及中国银行。未来，预计工商银行将通过发行优先股来进一步增强其资本状况。

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

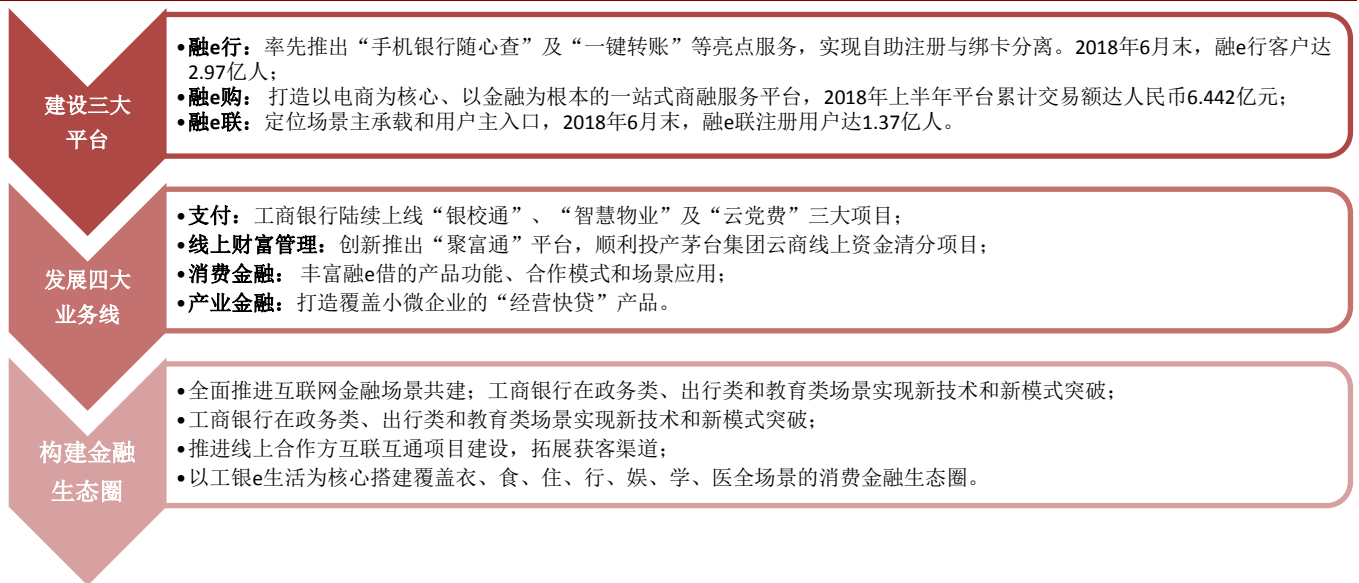


金融科技发展提升经营效率

实施 e-ICBC 3.0 智能银行策略

工商银行自 2017 年起便开始推行实施 e-ICBC 3.0，建设融 e 行、融 e 购及融 e 联三大平台，发展四大业务线(支付、线上财富管理、消费金融及产业金融)及构建金融生态圈。管理层希望通过这一策略打造多个重量级场景和产品，为客户提供较好的使用体验，构建互联网金融合作网络，拓宽及加深金融科技护城河。

图表 39: 实施 e-ICBC 3.0 互联网金融发展战略



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

经营效率不断提升

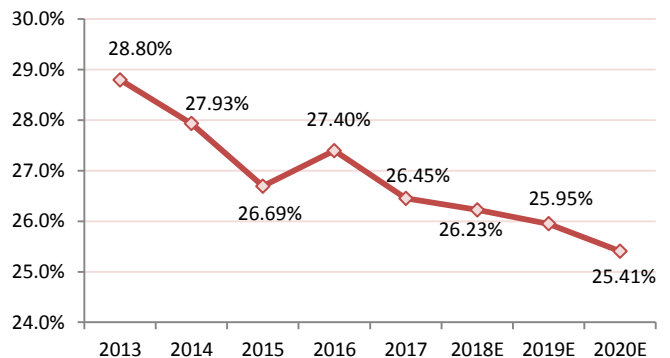
金融科技能够提升营运效率，提升客户体验。2018 年上半年，工商银行互联网金融交易的占比较 2017 年上升 3.0 个百分点至 97.9%。根据 Analysys 数据显示，融 e 行共有客户 2.97 亿人，为月活跃用户人数最多的银行业务 APP。此外，我们还发现近年来，工商银行成本收入比及员工平均营业收入等银行营运效率指标获得改善，并相信这一趋势将随着金融科技应用的迅速推广而持续。

图表 40: 工商银行员工平均营业收入(人民币)



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图表 41: 工商银行成本收入比



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)



参观中国工商银行深圳支行

支行实行智能化变革

随着移动支付如“支付宝”及“微信支付”的普及，近年中国众多银行开始削减其服务网点及 ATM 机数目。但对于工商银行而言，其作为银行巨头实现了公司业务及个人业务发展的相对平衡，故服务网络仍是业务发展的重要资源。该行推广标准化及智能化服务模式，于 2018 年 6 月底完成对 15,318 个网点实行智能化转化。我们于 2018 年 10 月参观了工商银行位于深圳的一处支行，并尝试了多款智能服务终端机。该服务系统能使客户免于排队，在 10 分钟内即可完成开户。此外，支行工作人员还协助客户使用终端机及下载 App，指导其如何通过终端机完成线上交易及投资。

图表 42：工商银行深圳某支行



资料来源：东方证券（香港）

图表 43：深圳支行的自助服务终端机



资料来源：东方证券（香港）

图表 44：深圳支行的银行卡领取机

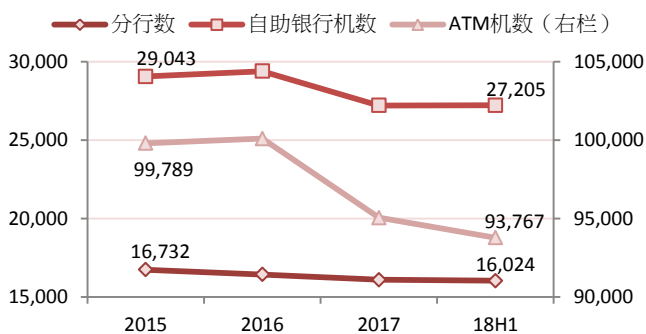


资料来源：东方证券（香港）

网点数量料保持稳定，人手或缩减

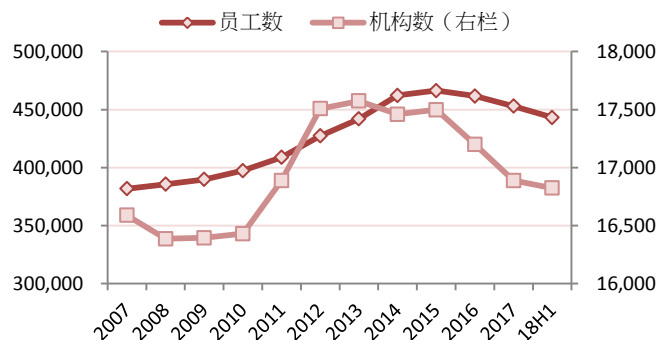
截至 2018 年 6 月底，工商银行共有 16,024 个网点及 443,169 名员工，其较 2015 年底分别减少 708 个及 23,177 名。银行网点的智能化变革能够提高营运效率，丰富客户体验。此外，工商银行因自有物业优势可免除高额租金成本，故未来未来网点数将不会迎来大幅削减。不过，因退休高峰即将来临，该行料员工数将持续下滑。

图表 45：工商银行分行网点、自助银行及 ATM 机数



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图表 46：工商银行分支机构数及员工数



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

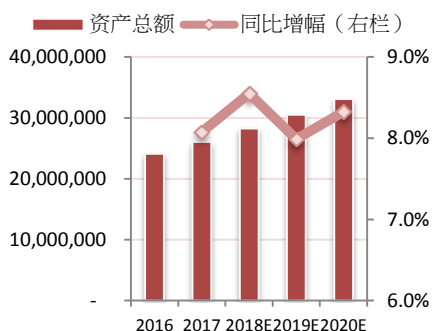


盈利预测：未来将迎来温和增长

信贷扩张及利差为增长动力

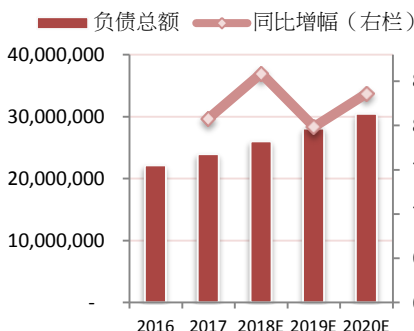
伴随资产(主要为贷款)及负债(主要为存款)的稳健扩张,我们预计 2018/2019 年工商银行总营业收入将同比增长 8.6%/7.5%。在过去几年间约占总营业收入的 80%的净利息收入或按年增长 9.8%/8.2%,受到净息差扩阔至较高水平且总贷款维持高单位数增长所推动,且拥有充裕存款及强健资本状况作支持。此外,我们认为净手续费收入也将从低基数回升,在预测期内将推动银行总收入增长。

图表 47: 工商银行资产总额(人民币 百万元)



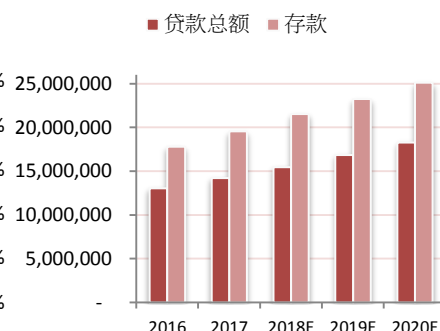
资料来源: 东方证券(香港)

图表 48: 工商银行负债总额(人民币 百万元)



资料来源: 东方证券(香港)

图表 49: 工商银行贷款总额及存款(人民币 百万元)



资料来源: 东方证券(香港)

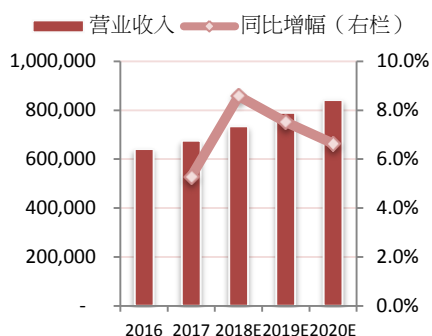
净利润增速慢于拨备前利润

我们预测 2018/2019 年银行拨备前利润将录得 8.9%/8.0%的强劲同比增幅,快过同期 5.0%/4.5%的净利润同比增幅。究其原因,银行主要是随着《国际财务报告准则第 9 号》的实施及应对未来潜在的宏观经济下行风险而提升拨备,令信用成本上升。

股息增长稳健

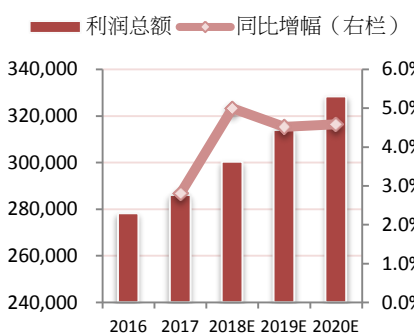
工商银行维持现有派息比率(2016 年及 2017 年派息比率为 30.5%),并在未来几年内无计划发行普通股筹集资本。我们预计稳定股息政策下其派息比率维持在 30.5%,2018/2019 年每股派息将从 2017 年的人民币 0.24 元同比增长 5.3%/4.3%至人民币 0.25 元/人民币 0.26 元。

图表 50: 工商银行营业收入(人民币 百万元)



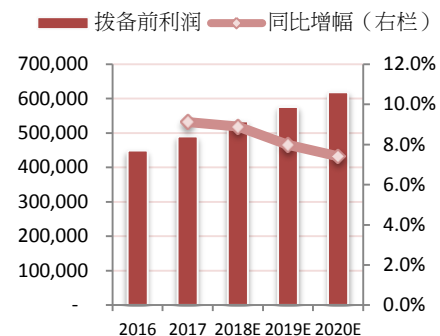
资料来源: 东方证券(香港)

图表 51: 工商银行净利润(人民币 百万元)



资料来源: 东方证券(香港)

图表 52: 工商银行拨备前利润(人民币 百万元)

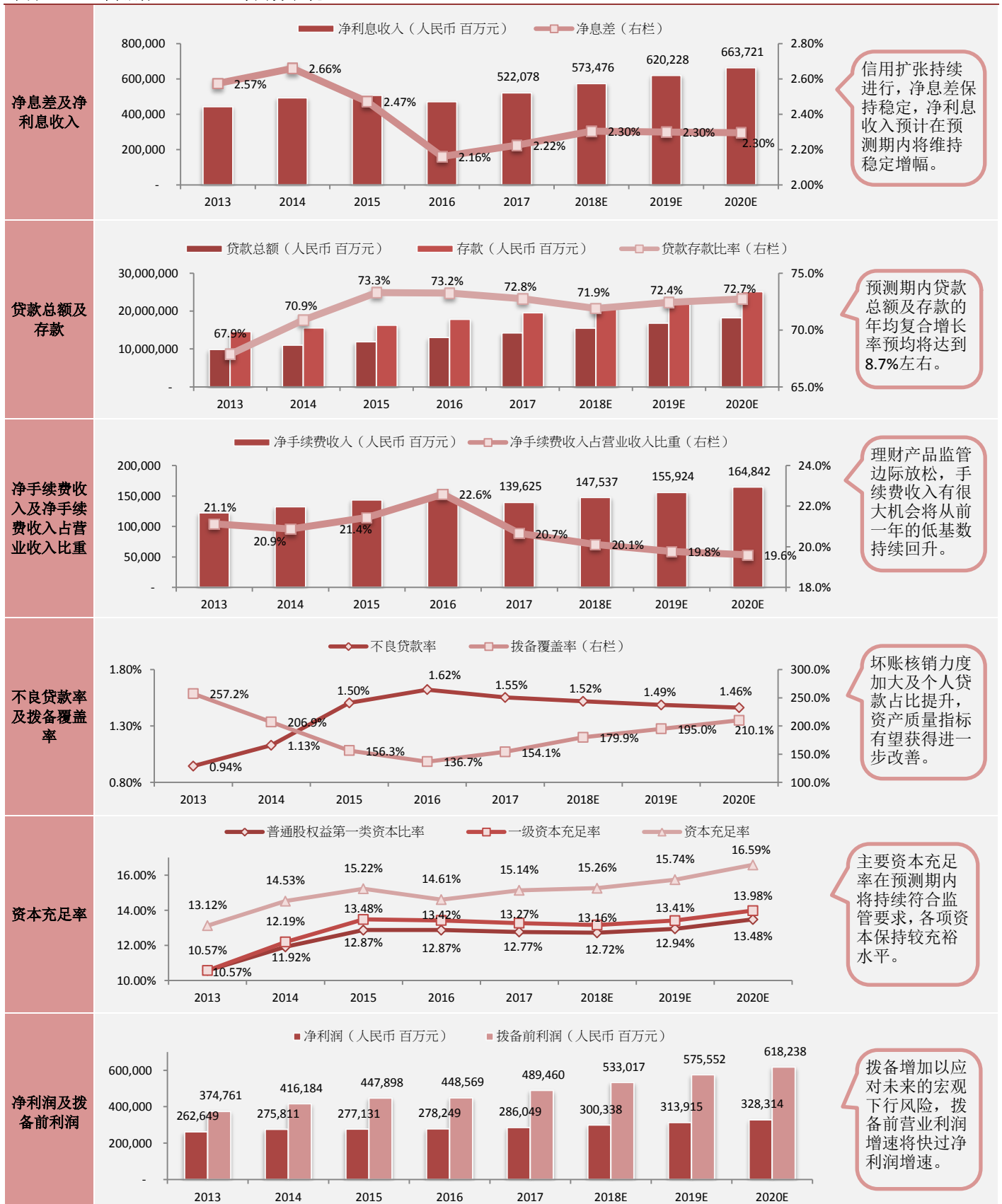


资料来源: 东方证券(香港)



财务表现及预测

图表 53: 工商银行 2013-2020 年财务表现

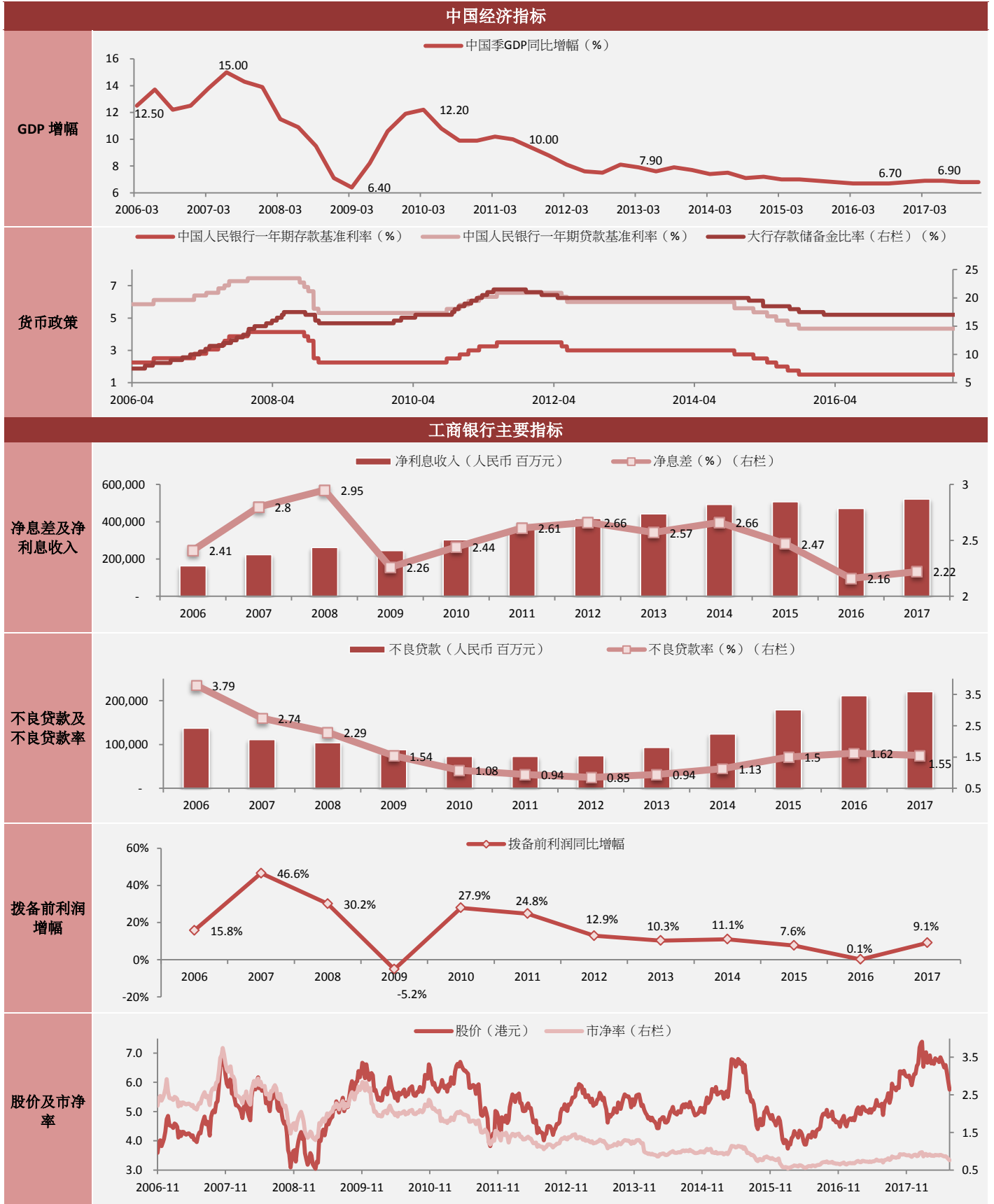


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)



宏观经济状况及主要指标

图表 54: 2006-2017 年宏观经济状况及工商银行主要指标



资料来源: 公司资料、彭博资讯、东方证券(香港)



估值方法：采用 DDM 估值法

我们首予工商银行“增持”评级，基于三阶段 DDM 估值模型将目标股价定位 6.30 港元，目标股价较目前股价隐含 10.3% 上升空间。相关预测如下：

- 无风险利率为 3.12%，市场风险溢价为 11.68%，我们基于资本资产定价模型，按股票 beta 系数 0.8 假设权益成本为 12.5%；
- 在 2018-2020 年第一阶段，我们预测盈利按年均复合增长率 4.5% 增长。第二阶段（2021-2027 年）为增长阶段，这一阶段受经济增长放缓影响，我们假设盈利年均复合增长率相对较低，为 3.7%。2027 年后为第三阶段，我们采用永续增长率 3%，净资产收益率 11.5%；
- 派息比率预计将在第一阶段维持在 30.5%，后在过渡增长阶段将逐步升至 66%。我们假设第三阶段派息比率为 74%。

情境分析中将诸如过渡增长率、永续增长率、长期净资产收益率、权益成本及港币兑人民币汇率等主要假设计算在内，以反映宏观经济环境及市场情绪变化的影响。我们基于牛市情境及熊市情境将目标股价分别设定为 7.8 港元及 4.7 港元。

图表 55：基本情境主要假设

权益成本	12.5%
终值(百万港元)	4,018,135
终值现值(百万港元)	1,241,336
股息贴现(百万港元)	1,004,663
内在价值(百万港元)	2,245,999
目标股价(港元)	6.30
上升空间	10.3%

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图表 56：情境分析

	过渡增长率 (初始阶段)	永续增长率	长期净资产收益率	权益成本	港元兑人民币 汇率	基于 DDM 模型 设定的目标股 价（港元）	2019 年预测市 净率	2019 年预测市 盈率
牛市情境	4.5%	3.5%	12.9%	11.7%	0.822	7.8	1.1	8.9
基本情境	4.2%	3.0%	11.5%	12.5%	0.866	6.3	0.9	7.3
熊市情境	3.6%	2.0%	10.1%	13.8%	0.965	4.7	0.7	5.4

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图表 57：基本情境 DDM 模型预测

(人民币百万元)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
权益	2,300,460	2,487,108	2,685,339	2,917,456	3,138,581	3,347,172	3,541,656	3,720,430	3,881,873	4,024,349
盈利	295,901	309,036	323,311	336,890	350,602	364,416	378,300	392,221	406,145	420,035
股息	90,368	94,256	98,610	104,773	129,477	155,824	183,816	213,447	244,702	277,559
贴现因素	1.0000	0.8892	0.7906	0.7030	0.6251	0.5558	0.4942	0.4394	0.3907	0.3474
股息现值(人民币)	90,368	83,810	77,964	73,656	80,936	86,610	90,845	93,798	95,616	96,435
股息现值(港元)	104,351	96,778	90,028	85,053	93,459	100,011	104,902	108,312	110,411	111,357

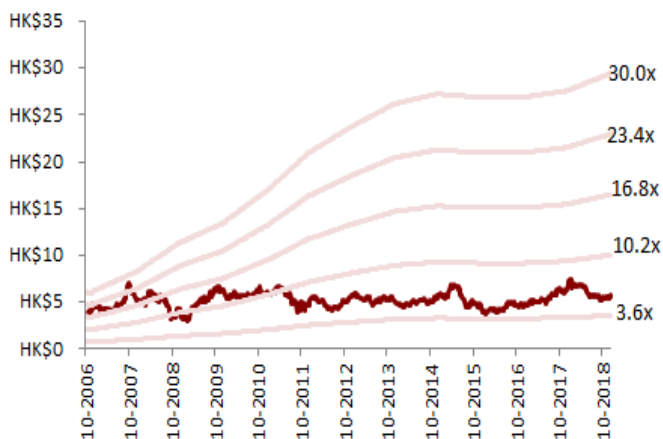
资料来源：公司资料、东方证券（香港）



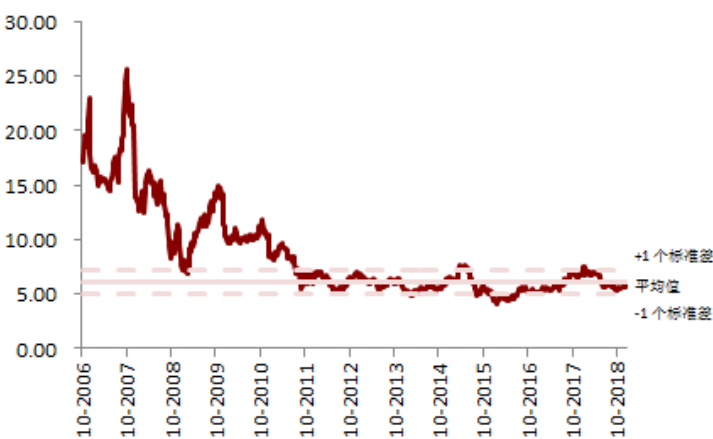
主要风险因素

- **经济形势不及预期:** 若中国经济增长放缓,工行的资产质量或会恶化,业绩可能会受到影响。
- **货币政策转变:** 若央行突然逆转货币政策并下调基准利率,工行的净息差可能会停止反弹甚至再次收窄,从而损害其利息净收入增长。
- **中美贸易紧张局势:** 中美贸易紧张局势对中国经济的负面影响可能对工行的资产质量构成压力,并增加其未来业绩的不确定性。
- **小微企业融资:** 小微企业新增人民币贷款可能远远超过预期,导致不良贷款率上升。
- **理财产品监管:** 工行可能难以在截止日期之前确保所有理财产品实现净值化管理,并面临更大的监管压力,阻碍其手续费回升。

图表 58: 市盈率区间

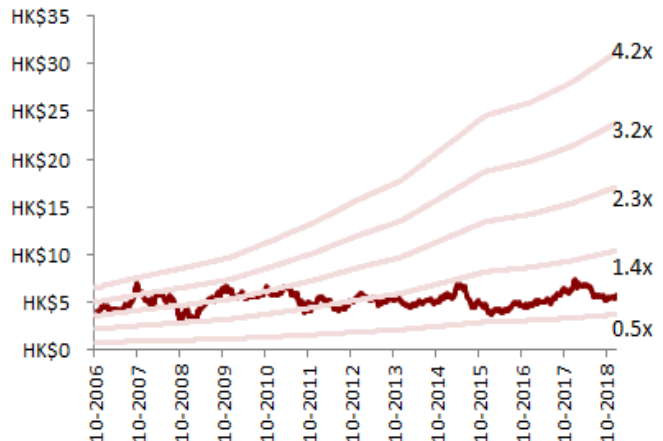


图表 59: 历史市盈率

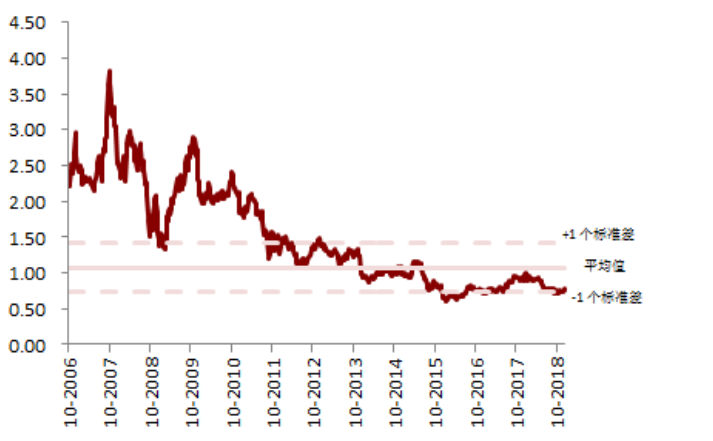


资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

图表 60: 市净率区间



图表 61: 历史市净率



资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)



同业估值比较

图表 62: 同业估值比较 – 中国的银行

公司名称	彭博代码	报告货币	收市价 (本币)	目标价 (港元)	市值 (十亿美元)	市盈率(倍)			市净率(倍)			股息收益率(%)			股本回报率(%)		
						FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
中国的银行 (香港上市)																	
工商银行	1398 HK	人民币	5.71	6.30	260	5.9	5.6	5.4	0.8	0.7	0.7	5.2	5.4	5.6	13.9	13.4	13.0
建设银行	939 HK	人民币	6.58		210	5.5	5.1	4.7	0.8	0.7	0.6	5.5	5.9	6.4	13.8	14.0	13.9
农业银行	1288 HK	人民币	3.49		156	5.0	4.7	4.2	0.7	0.6	0.5	6.0	6.5	7.1	13.5	13.4	13.4
中国银行	3988 HK	人民币	3.42		128	4.9	4.6	4.3	0.6	0.5	0.5	6.4	6.8	7.2	11.9	11.9	11.7
交通银行	3328 HK	人民币	6.30		60	5.7	5.3	5.0	0.6	0.6	0.5	5.4	5.8	6.2	11.0	11.0	10.8
邮储银行	1658 HK	人民币	4.26		44	5.5	4.9	4.4	0.7	0.6	0.6	4.0	4.6	5.3	13.4	13.3	13.5
招商银行	3968 HK	人民币	30.15		97	8.2	7.2	6.4	1.3	1.1	1.0	3.7	4.2	4.9	15.9	16.6	16.6
光大银行	6818 HK	人民币	3.51		23	4.9	4.6	4.3	0.5	0.5	0.5	6.0	6.2	7.2	11.3	11.2	11.1
中信银行	998 HK	人民币	4.78		30	4.6	4.3	3.9	0.5	0.5	0.4	6.4	6.8	7.5	11.1	11.1	11.2
民生银行	1988 HK	人民币	5.61		31	3.8	3.8	3.6	0.5	0.4	0.4	3.6	3.8	3.9	13.4	12.2	11.7
平均值						5.4	5.0	4.6	0.7	0.6	0.6	5.2	5.6	6.1	12.9	12.8	12.7
中国的银行 (A股上市)																	
工商银行	601398 CH	人民币	5.24		277	6.2	5.8	5.4	0.8	0.8	0.7	4.9	5.2	5.6	13.5	13.5	13.2
建设银行	601939 CH	人民币	6.36		236	6.2	5.7	5.3	0.8	0.8	0.7	4.9	5.3	5.7	13.8	13.9	13.7
农业银行	601288 CH	人民币	3.53		183	5.9	5.6	5.1	0.8	0.7	0.6	5.1	5.5	5.9	13.3	13.2	13.0
中国银行	601988 CH	人民币	3.53		154	5.8	5.5	5.2	0.7	0.6	0.6	5.3	5.6	6.0	11.9	11.9	11.7
交通银行	601328 CH	人民币	5.92		65	6.1	5.7	5.4	0.7	0.6	0.6	5.0	5.3	5.7	11.2	11.1	11.0
招商银行	600036 CH	人民币	26.46		99	8.3	7.2	6.4	1.3	1.1	1.0	3.6	4.2	4.9	16.0	16.8	16.9
光大银行	601818 CH	人民币	3.87		30	6.2	5.8	5.4	0.7	0.6	0.6	4.9	5.3	5.7	11.5	11.5	11.4
中信银行	601998 CH	人民币	5.43		39	6.0	5.7	5.1	0.7	0.6	0.6	4.8	5.1	5.7	11.2	11.3	11.4
民生银行	600016 CH	人民币	5.77		37	4.6	4.6	4.3	0.6	0.5	0.5	3.3	3.4	3.7	13.2	12.4	11.9
浦发银行	600000 CH	人民币	10.05		44	5.4	5.2	4.9	0.7	0.6	0.5	2.4	2.6	3.0	12.4	11.9	11.4
兴业银行	601166 CH	人民币	15.40		47	5.3	4.9	4.5	0.7	0.6	0.6	4.5	4.8	5.5	13.9	13.8	13.7
平安银行	000001 CH	人民币	10.20		26	7.2	6.5	5.8	0.8	0.7	0.6	1.5	1.7	2.0	11.0	11.3	11.5
平均值						6.1	5.7	5.2	0.8	0.7	0.6	4.2	4.5	4.9	12.8	12.7	12.6

资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)



同业估值比较

图表 63: 同业估值比较 – 香港及全球银行

公司名称	彭博代码	报告货币	收市价 (本币)	目标价 (港元)	市值 (十亿美元)	市盈率(倍)			市净率(倍)			股息收益率(%)			股本回报率(%)		
						FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
香港的银行(香港上市)																	
恒生银行	11 HK	港元	175.00		43	14.3	13.5	12.8	2.2	2.1	1.9	4.3	4.6	5.0	15.5	15.7	15.7
中银香港	2388 HK	港元	29.25		39	9.6	9.1	8.5	1.2	1.1	1.0	5.0	5.2	5.6	12.6	12.6	12.6
东亚银行	23 HK	港元	25.15		9	10.9	10.9	10.4	0.8	0.7	0.7	4.2	4.1	4.3	7.0	6.8	6.9
平均值						11.6	11.1	10.5	1.4	1.3	1.2	4.5	4.6	4.9	11.7	11.7	11.7
全球银行(香港上市)																	
汇丰控股	5 HK	美元	65.40		167	10.9	10.8	10.4	1.0	1.0	0.9	6.2	6.2	6.2	8.7	9.2	9.3
渣打集团	2888 HK	美元	62.20		26	11.5	9.5	8.6	0.6	0.6	0.5	2.7	3.8	4.5	4.9	5.9	6.4
平均值						11.2	10.2	9.5	0.8	0.8	0.7	4.5	5.0	5.4	6.8	7.6	7.8
全球银行(美国上市)																	
摩根大通	JPM US Equity	美元	100.39		334	10.9	10.1	9.3	1.4	1.3	1.3	2.7	3.4	3.7	13.2	13.7	14.0
美国银行	BAC US Equity	美元	25.73		253	10.1	9.1	8.2	1.0	1.0	0.9	2.1	2.7	3.4	10.4	11.0	11.5
富国银行	WFC US Equity	美元	47.75		225	11.0	9.5	8.3	1.3	1.2	1.2	3.4	3.8	4.2	11.6	13.1	14.2
花旗银行	C US Equity	美元	56.44		138	8.6	7.5	6.6	0.8	0.7	0.7	2.7	3.5	4.1	9.0	9.7	10.3
美国合众银行	USB US Equity	美元	47.31		76	11.5	10.9	10.2	1.7	1.6	1.5	2.8	3.3	3.7	14.8	14.9	14.9
平均值						10.4	9.4	8.5	1.2	1.2	1.1	2.8	3.3	3.8	11.8	12.5	13.0
欧洲的银行																	
桑坦德银行	SAN SM Equity	欧元	4.27		80	8.8	8.0	7.3	0.7	0.7	0.7	5.2	5.4	6.1	8.2	8.8	9.1
法国巴黎银行	BNP FP Equity	欧元	41.21		59	6.8	6.6	6.0	0.5	0.5	0.5	7.3	7.5	8.7	8.1	8.1	8.7
法国农业信贷银行	ACA SW Equity	欧元	10.89		32	6.9	6.7	6.2	0.5	0.5	0.5	7.3	7.5	8.2	7.6	7.6	7.8
法国兴业银行	SOC SW Equity	欧元	31.20		26	5.7	5.8	5.3	0.4	0.4	0.4	8.3	8.6	9.4	7.5	7.2	7.7
劳埃德银行	LLOY LN Equity	英镑	54.53		49	7.1	7.2	6.9	0.9	0.9	0.8	6.1	6.4	7.0	12.1	12.2	12.0
平均值						7.1	6.9	6.3	0.6	0.6	0.6	6.8	7.1	7.9	8.7	8.8	9.1
日本的银行																	
三菱日联银行	8306 JP Equity	日元	564.60		72	7.5	7.6	7.1	0.4	0.4	0.4	3.8	4.2	4.7	6.0	5.7	5.9
邮贮银行	7182 JP Equity	日元	1,252.00		52	17.3	17.0	16.6	0.4	0.4	0.4	4.0	4.0	4.0	2.4	2.4	2.4
三井住友金融集团	8316 JP Equity	日元	3,818.00		49	7.0	7.1	6.9	0.5	0.5	0.5	4.6	4.8	5.0	7.1	6.9	6.7
瑞穗金融集团	8411 JP Equity	日元	174.10		41	7.7	8.3	8.2	0.5	0.5	0.4	4.3	4.3	4.3	6.2	5.6	5.5
平均值						9.9	10.0	9.7	0.5	0.4	0.4	4.2	4.3	4.5	5.4	5.2	5.1

资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)



财务报表及预测

损益表(合并报表)

年结于 12 月(人民币十亿元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
利息收入	791	862	946	1,020	1,094
利息支出	(320)	(340)	(373)	(400)	(430)
利息净收入	472	522	573	620	664
手续费及佣金收入	145	140	148	156	165
其他非利息收益	25	14	13	13	13
非利息收入	170	154	160	169	177
营业收入	642	676	734	789	841
营业费用	(193)	(186)	(201)	(213)	(223)
拨备前营业利润	449	489	533	576	618
资产减值损失	(88)	(128)	(165)	(195)	(214)
营业利润	361	362	368	380	404
联营公司贡献	3	3	3	3	3
税前利润	363	365	370	383	407
所得税费用	(84)	(77)	(70)	(69)	(78)
净利润	279	287	301	314	329
少数股东权益	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)
经调整净利润	278	286	300	314	328
优先股股息	(4)	(4)	(4)	(5)	(5)
归属于普通股股东的净利润	274	282	296	309	323
每股拨备前营业利润(人民币)	1.26	1.37	1.50	1.61	1.73
基本每股收益(人民币)	0.77	0.79	0.83	0.87	0.91
稀释每股收益(人民币)	0.77	0.79	0.83	0.87	0.91
每股股息(人民币)	0.23	0.24	0.25	0.26	0.28

资产质量及资本充足率

年结于 12 月 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
不良贷款率	1.62	1.55	1.52	1.49	1.46
拨备覆盖率	136.7	154.1	179.9	195.0	210.1
贷款拨备率	2.22	2.39	2.73	2.90	3.07
信用成本	0.69	0.91	1.07	1.21	1.22
核心一级资本充足率	12.87	12.77	12.72	12.94	13.48
一级资本充足率	13.42	13.27	13.16	13.41	13.98
资本充足率	14.61	15.14	15.26	15.74	16.59

半年度明细

年结于 12 月(人民币十亿元)	2H16	1H17	2H17	1H18	2H18E
利息净收入	238	251	271	278	296
非利息收入	75	86	68	84	73
营业收入	313	337	339	361	369
拨备前营业利润	210	256	233	279	250
营业利润	167	195	167	196	168
经调整净利润	128	153	133	160	136
归属于普通股股东的净利润	124	153	129	160	132
净息差(%)	2.11	2.16	2.29	2.30	2.31
不良贷款率(%)	1.62	1.57	1.55	1.54	1.52
稀释每股收益(人民币)	0.35	0.43	0.36	0.45	0.37
每股股息(人民币)	0.23	0.00	0.24	0.00	0.25

资产负债表(合并报表)

年结于 12 月(人民币十亿元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金	3,351	3,614	3,698	3,886	4,655
同业资产	1,553	1,834	1,565	1,590	1,616
总贷款	13,057	14,233	15,486	16,849	18,272
贷款减值准备	(290)	(340)	(398)	(464)	(537)
投资	5,481	5,757	6,996	7,713	8,064
固定资产	246	248	260	265	271
其他资产	739	742	711	741	785
总资产	24,137	26,087	28,317	30,580	33,127
向中央银行借款	1	0	0	0	0
同业负债	2,606	2,753	2,564	2,697	2,857
客户存款	17,825	19,563	21,539	23,262	25,123
已发行债务证券	358	527	642	811	1,058
存款证	218	260	320	394	484
其他负债	1,148	842	938	916	904
总负债	22,156	23,946	26,003	28,079	30,427
股本	356	356	356	356	356
储备	587	587	624	629	625
未分配利润	941	1,098	1,234	1,407	1,598
其他权益工具	86	86	86	95	107
少数股东权益	11	14	14	14	15
总权益	1,981	2,141	2,314	2,501	2,700
总负债及权益	24,137	26,087	28,317	30,580	33,127
每股账面价值(人民币)	5.3	5.7	6.2	6.7	7.2

主要比率

年结于 12 月 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率					
净利息收入	(7.1)	10.6	9.8	8.2	7.0
手续费与佣金净收入	1.1	(3.7)	5.7	5.7	5.7
营业收入	(4.0)	5.3	8.6	7.5	6.6
拨备前营业利润	0.1	9.1	8.9	8.0	7.4
经调整净利润	0.4	2.8	5.0	4.5	4.6
归属普通股股东的净利润	(0.4)	2.9	5.1	4.4	4.6
盈利能力					
净利差	2.03	2.10	2.16	2.16	2.17
平均净资产回报率	15.24	14.35	13.91	13.42	13.01
平均总资产回报率	1.20	1.14	1.11	1.07	1.03
成本收入比率	27.40	26.45	26.23	25.95	25.41
手续费占营业收入比例	22.59	20.67	20.11	19.77	19.60
其他					
派息率	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5

主要假设

年结于 12 月 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总贷款增长率	9.4	9.0	8.8	8.8	8.5
客户存款增长率	9.5	9.7	10.1	8.0	8.0
净息差	2.16	2.22	2.30	2.30	2.30

资料来源:公司资料、东方证券(香港)



分析员核证

分析员，刘思桐，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在发表本报告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由于任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。