

2020年3月30日

廖晨凯

C0069@capital.com.tw

A/H 目标价(RMB/HK\$)

6.5/6.5

工商银行(601398.SH/1398.HK)

Buy 买入

年报点评：资产状况较好，风险抵御能力进一步增强

结论与建议：

工商银行发布2019年业绩，公司2019年营收增10.5%至8552亿，净利增4.9%至3122亿，对应年化ROE13.1%。公司从2016年开始，资产质量整体处于改善通道之中，目前看来依旧在延续，较好的资产质量为业绩稳健增长带来了支撑。公司风险抵御能力方面，源于公司保持稳健的拨备计提节奏以及资产质量向好，目前拨备水平已恢复至近200%。息差方面，源于大行特有的资产负债结构（存款占比高，在9成左右），在目前存款竞争加大的背景下，同比有所下行，不过公司生息资产稳健扩张以及非息收入依旧实现较快增长，从而推动收入端实现两位数增长。估值方面，目前公司处于较低水准（对应2020年0.68XPB）。分红率方面，股息率5%左右，具有一定吸引力。综上所述，我们维持“买入”的投资建议。

公司基本资讯

產業別	銀行		
A 股价(2020/3/30)	5.22		
上证指数(2020/3/30)	2747.21		
股價 12 個月高/低	6.05/4.93		
總發行股數(百萬)	356406.26		
A 股數(百萬)	269612.21		
A 市值(億元)	14073.76		
主要股東	中央匯金投資 有限責任公司 (34.71%)		
每股淨值(元)	6.93		
股價/賬面淨值	0.75		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	-1.5	-11.4	0.0

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2019-10-28	5.93	買入

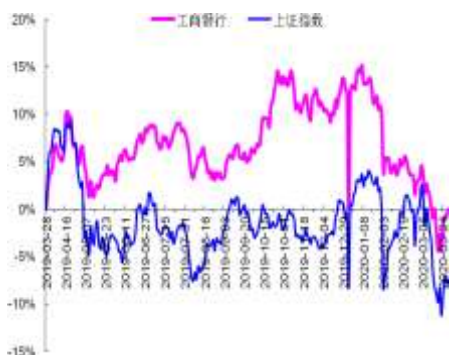
產品組合

利息淨收入	71.0%
非利息淨收入	29.0%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	0.7%
一般法人	94.7%

股價相對大盤走勢



- **全年淨利增 4.9%**：工商银行发布 2019 年业绩，公司 2019 年营收增 10.5% 至 8552 亿，净利增 4.9% 至 3122 亿，其中 4Q 营收增 5.8% 至 2082 亿，净利增 4.2% 至 605 亿（增速有所回落主要受到 4Q 息差进一步收窄、手续费同比减少及费用率上升影响）。公司全年 ROE 录得 13.1%。另外公司发布分红预案，每股分红 0.2628 元，对应派息率 30.4%，目前股价对应股息率 5.04%。

- **不良率环比继续下降，拨备覆盖率提升至年内新高**：资产质量方面，截止 4Q2019 公司不良率为 1.42%，QOQ 下降 1BP，YOY 降 9BP，整体处于改善通道之中。在此背景下，公司拨备覆盖率提升至 2019 年新高至 199%，风险抵御能力充分。

- **非息收入较快增长，不过息差有压力**：从收入端来看，2019 年公司非息收入增 23.3% 至 2482 亿，为主要增长贡献，其中手续费及佣金收入 YOY 增 7.1% 至 1556 亿（银行卡、结算、清算、担保等业务实现较好）；其他非息收入方面，YOY 增 66%，主要源于公允价值变动损益 YOY 由负转正，以及汇兑净损失 YOY 收窄。利息净收入方面，YOY 增 6.0% 至 6069 亿，其中平均生息资产 YOY 增 8.8%，可见规模扩大为利息净收入较快增长的主要因素；息差方面，YOY 下降 6BP 至 2.24%，主要源于负债端成本上升所致（存款成本率 YOY 上升 14BP 至 1.59%，为主要因素）。

- **盈利预测与投资建议**：展望未来，在 LPR 定价机制下，2020 年银行业存在息差下行的压力。不过我们认为，在财政政策加码的背景下，基建相关项目或是银行资金投向较好的一个方面，且随着中国疫情好转，贷款端也将呈边际向好态势。考虑到疫情的影响，我们预计公司 2020、2021 年实现净利 3264 亿、3421 亿，YOY 增 4.5%、4.8%，目前对应 PE 为 5.8X、5.5X，PB 为 0.68X、0.63X，估值不高，分红率 5% 左右，给予“买入”的投资建议。

- **风险提示**：疫情因素带来的不确定性

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百萬元	286,049	297,676	312,224	326,353	342,134
同比增減	%	2.8%	4.1%	4.9%	4.5%	4.8%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.79	0.82	0.86	0.90	0.94
A 股市盈率(P/E)	X	6.6	6.4	6.1	5.8	5.5
每股淨資產	RMB 元	5.73	6.30	6.93	7.65	8.31
A 股市淨率 (P/B)	X	0.91	0.83	0.75	0.68	0.63
股利 (DPS)	RMB 元	0.24	0.25	0.26	0.28	0.29
股息率 (Yield)	%	4.03%	4.80%	5.03%	5.34%	5.60%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	726,502	773,789	855,164	881,981	937,276
净利息收入	522,078	572,518	606,926	633,084	678,968
净手续费及佣金收入	139,625	145,301	155,600	162,201	170,311
营业支出	364,660	402,602	464,596	473,046	508,621
营业利润	361,842	371,187	390,568	408,935	428,655
利润总额	364,641	372,413	391,789	410,161	429,888
所得税	77,190	73,690	78,428	82,032	85,978
净利润	286,049	297,676	312,224	326,353	342,134

附二: 合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
发放贷款及垫款	13,892,966	15,046,132	16,326,552	17,756,015	19,310,633
现金及存放中央银行款项	3,613,872	3,372,576	3,317,916	3,654,754	3,940,946
证券投资	5,315,766	5,949,345	6,685,039	6,913,577	7,290,749
存放同业款项	370,074	384,646	475,325	456,844	492,618
同业拆出资金	477,537	577,803	567,043	670,038	722,507
买入返售金融资产	986,631	734,049	845,186	1,005,057	1,083,760
生息资产总计	24,656,846	26,064,551	28,217,061	30,456,286	32,841,213
总资产	26,087,043	27,699,540	30,109,436	32,498,834	35,043,706
客户存款	19,226,349	21,750,288	23,333,083	25,264,869	27,356,591
向中央银行借款	456	481	1,017	1,152	1,251
同业存放	1,214,601	1,328,246	1,776,320	1,786,114	1,938,410
同业拆入	491,948	486,249	490,253	576,166	625,293
应付债券	526,940	617,842	742,875	891,905	1,030,484
卖出回购资产	104,638	514,801	263,273	288,083	312,647
付息负债总计	22,506,632	24,697,907	26,606,821	28,808,288	31,264,675
总负债	23,945,987	25,354,657	27,417,433	29,574,142	31,876,197
股本	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407
所有者权益总计	2,141,056	2,344,883	2,692,003	2,924,692	3,167,509
负债与所有者权益总计	26,087,043	27,699,540	30,109,436	32,498,834	35,043,706

附三: 合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	121,283	724,133	694,521	513,312	643,989
投资活动产生的现金流量净额	-354,767	-731,745	-875,967	-654,160	-753,957
筹资活动产生的现金流量净额	178,588	-35,924	112,874	85,179	54,043
现金及现金等价物净增加额	-58,888	-10,807	-59,110	-56,668	-56,925

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫, 群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務, 不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠, 但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司, 不對此報告之準確性及完整性作任何保證, 或代表或作出任何書面保證, 而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司, 及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券, 持意見或立場, 或會買入, 沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口, 或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告, 不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。