

证券研究报告 / 公司动态报告

买入

上次评级: 买入

工商银行 (601398.SZ): 龙头大行实力雄厚, 资产质量超预期

事件: 2019年10月25日晚, 工商银行发布了2019年三季报, 2019H1实现营业收入6469.42亿元, 同比增长12.11%, 归母净利润2517.12亿元, 同比增长5.04%, 净息差2.26%, 不良贷款率1.44%。

点评:

1. 资产质量持续向好, 优异的风控能力

2019Q3不良贷款率1.44%, 环比Q2下降4bp, 同比下降9bp, 资产质量已经自2016Q3连续12个季度改善。与此同时, 拨备覆盖率也从192.02% (2019Q2) 提升到198.09%。在宏观经济承压的背景下, 工商银行资产质量持续向好, 展现了综合实力, 除了不断优化信贷结构外, 风控管控能力尤为突出。

2. 净息差收窄3bp, 负债增速放缓

2019Q3净息差2.26%, 环比Q2下行了3bp, 在贷款收益率下行, 负债成本上行的背景下, 净息差收窄符合整个行业的趋势。从资产负债结构来看, 工行加大了个人贷款、债券、同业方面的配置, 降准促使存放央行的资产有所减少, 各项来源的负债增速均有所放缓, 定期存款占比有所抬升。

3. 营收稳健, 投资收益亮眼

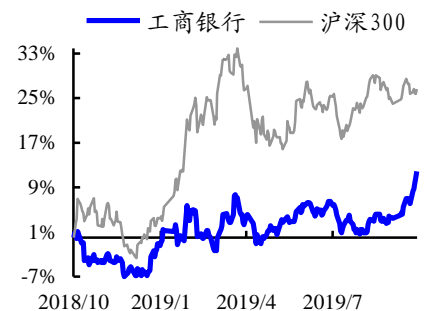
2019Q3营收增速12.11%, 虽比Q2有所放缓, 但依旧维持较高增速。从结构看, 利息收入同比10.73%, 较为稳健, 中间业务已经走出低潮, 净非息收入增速14.36%, 维持较高增速。净其他非息收入增速388.98%, 主要是投资收益异常亮眼。

投资建议: 工商银行整体业绩符合预期, 预测2019-2021年EPS是0.89/0.94/1.00元, 2019-2021年PB为0.82X/0.76X/0.71X, 2019-2021年PE为6.72X、6.36X、5.98X, 继续给与“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 资产质量恶化

股票数据	2019/10/25
6个月目标价(元)	6.88
收盘价(元)	5.98
12个月股价区间(元)	5.10~6.08
总市值(百万元)	2,131,309
总股本(百万股)	356,406
A股(百万股)	269,612
B股/H股(百万股)	0/86,794
日均成交量(百万股)	177

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	9%	5%	11%
相对收益	8%	4%	-11%

相关报告

- 《工商银行 (601398.SZ): 业绩稳健, 资产质量继续向好》-20190903
- 《杭州银行 (600926.SH): 业绩高增, 资产质量更为优异》-20191025
- 《工商银行 (601398.SZ): 业绩稳健, 资产质量继续向好》-20190903
- 《北京银行 (601169.SZ): 拨备前利润高速增长, 息差走阔》-20190828

证券分析师: 刘辰涵

执业证书编号: S0550517100001

研究助理: 陈玉卢

执业证书编号: S0550119070037

电子邮箱: chenylulu@nesc.cn

联系电话: 010-58034575

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	726,502	773,789	840,335	905,881	971,104
(+/-)%	7.48	6.51	8.60	7.80	7.20
归属母公司净利润	286,049	297,676	317,025	336,680	356,208
(+/-)%	2.80	4.06	6.50	6.20	5.80
每股收益 (元)	0.79	0.82	0.89	0.94	1.00
市盈率	7.56	7.29	6.72	6.36	5.98
市净率	1.20	0.91	0.82	0.76	0.71
净资产收益率 (%)	13.45	12.78	12.89	12.47	12.19
股息收益率 (%)	4.33	4.50	4.92	5.23	5.53
总股本 (百万股)	356,406	356,406	356,406	356,406	356,406

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
现金及存放央行款项	3,372,576	3,406,3	3,440,36	3,474,76
存放同业和其它金融机构款项	384,646	396,18	408,071	420,313
拆出资金	577,803	589,35	601,146	613,169
交易性金融资产(以公允价值计	805,347	926,14	1,065,07	1,224,83
以摊余成本计量的金融资产	4,519,182	5,197,0	5,976,61	6,873,11
以公允价值且其变动计入其他	1,430,163	1,644,6	1,891,39	2,175,09
衍生金融资产	71,335	74,902	78,647	82,579
买入返售金融资产	734,049	844,15	970,780	1,116,39
发放贷款及垫款	15,046,13	16,325,	17,663,7	19,094,4
长期股权投资	29,124	33,493	38,516	44,294
资产总计	27,699,54	30,469,	33,364,0	36,400,2
同业和其它金融机构存放款项	1,328,246	1,368,0	1,409,13	1,451,41
向央行借款	481	529	582	640
拆入资金	486,249	515,42	546,349	579,130
衍生金融负债	73,573	76,516	79,577	83,555
卖出回购金融资产款	514,801	540,54	567,568	595,947
吸收存款	21,408,93	23,549,	25,834,1	28,262,5
应付债券	617,842	648,73	681,171	715,229
其他负债	365,246	398,11	433,949	468,665
负债合计	25,354,65	27,864,	30,539,7	33,349,4
归属于母公司股东权益合计	2,330,001	2,589,6	2,809,12	3,035,45
少数股东权益	14,882	15,031	15,181	15,333
负债和股东权益总计	27,699,54	30,469,	33,364,0	36,400,2

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	773,789	840,33	905,881	971,104
营业成本	402,602	437,81	473,776	514,685
营业税金及附加	7,781	8,412	9,068	9,721
资产减值损失	161,594	177,75	195,529	215,082
管理费用	185,041	200,50	213,244	226,850
公允价值变动净收益	-6,920	11,076	12,184	13,402
投资净收益	18,821	20,703	22,773	25,051
营业利润	371,187	395,34	419,832	444,155
营业外收支净额	1,226	1,263	1,301	1,340
利润总额	372,413	396,61	421,133	445,495
所得税	73,690	78,529	83,384	88,208
净利润	298,723	318,08	337,749	357,287
归属于母公司净利润	297,676	317,02	336,680	356,208
少数股东损益	1,047	1,057	1,068	1,079

资料来源：东北证券

主要指标	2018A	2019E	2020E	2021E
业绩增长				
利息净收入增速%	9.66	8.70	8.60	8.30
净手续费增速%	4.07	11.30	12.60	13.20
其它业务收入增速%	-2.24	-3.70	-5.70	-6.20
拨备前利润增速%	8.45	9.50	9.10	8.70
归属母公司净利润增速%	4.06	6.50	6.20	5.80
盈利能力				
ROE%	12.78	12.89	12.47	12.19
ROA%	1.11	1.09	1.05	1.02
生息资产(百万)	27,173,624	29,951,5	32,830,27	35,890,62
生息资产占比%	98.10	98.30	98.40	98.60
计息负债(百万)	24,443,953	26,833,7	29,470,89	32,215,56
计息负债占比%	96.41	96.30	96.50	96.60
净利差%	2.16	2.14	2.11	2.08
净息差%	2.30	2.29	2.27	2.25
非利息收入占比%	26.01	25.40	25.30	25.20
手续费收入占比%	20.98	21.30	21.50	21.70
成本收入比%	23.91	23.86	23.54	23.36
资本状况				
资本充足率%	14.11	14.07	14.02	13.96
一级资本充足率%	13.45	13.42	13.40	13.35
核心一级资本充足率%	12.98	12.96	12.94	12.84
股息率%	4.51	4.92	5.23	5.53
资产质量				
不良贷款余额(百万)	235,084	249,773	272,021	294,055
不良贷款率%	1.52	1.53	1.54	1.54
拨备覆盖率%	175.76	195.34	198.20	204.30
拨贷比%	2.68	2.99	3.05	3.15
流动性				
存贷款比率%	71.00	69.32	68.37	67.56
贷款/总资产%	54.32	53.58	52.94	52.46
每股指标				
EPS(元)	0.82	0.89	0.94	1.00
BVPS(元)	6.58	7.27	7.88	8.52
每股股利(元)税前	0.25	0.27	0.28	0.30
估值指标				
P/E(倍)	7.29	6.72	6.36	5.98
P/B(倍)	0.91	0.82	0.76	0.71
分红比例%	30.04	30.00	30.00	30.00

分析师简介:

陈玉卢， 银行组组长， 南开大学学士， 南开大学硕士， 2019年加入东北证券。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布， 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料， 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断， 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考， 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下， 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利， 不与投资者分享投资收益， 在任何情况下， 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易， 并在法律许可的情况下不进行披露； 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、 财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可， 任何机构和个人不得以任何形式翻版、 复制、 发表或引用。如征得本公司同意进行引用、 刊发的， 须在本公司允许的范围内使用， 并注明本报告的发布人和发布日期， 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务， 包括但不限于A股股票、 B股股票、 股票型或混合型公募基金、 AA级别信用债或ABS、 创新层挂牌公司股票、 股票期权备兑开仓业务、 股票期权保护性认沽开仓业务、 银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告， 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意， 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格， 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、 客观、 专业、 审慎的制作原则， 所采用数据、 资料的来源合法合规， 文字阐述反映了作者的真实观点， 报告结论未受任何第三方的授意或影响， 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内， 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内， 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内， 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内， 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内， 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内， 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内， 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内， 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn