

工商银行 (601398): 大行龙头, 基本面持续稳健

——工商银行 2019 年三季度报点评

2019 年 10 月 27 日

强烈推荐/首次

工商银行 公司报告

报告摘要:

事件: 10 月 25 日, 工商银行公布 3Q19 财报: 实现归母净利润 2517.1 亿元, YoY+5.0%; 营收 6469.4 亿元, YoY+12.1%, 年化 ROE 14.3%, 同比下降 0.85 个百分点。19 年 9 月末, 总资产 30.4 万亿, 不良率 1.44%, 拨备覆盖率 198.1%, 核心一级资本充足率 12.93%。

■ 经营亮点:

大零售、大资管、大投行战略稳步推进。 稳步推进智能化零售金融新模式; 资管业务转型, 投资管理与研究能力有望进一步提升; 工银投行品牌化效应或逐步增强。

国际化、综合化经营战略有序推进。 已搭建基金管理、证券及投行、金融租赁、人寿保险和债转股业务的综合化经营平台。国际化和综合化深化战略有序推进, 客户基础逐步夯实。

金融科技转型赋能, 提升竞争力。 科技投入持续加大, 金融科技优势将支持公司业务创新, 进一步提高市场竞争力。当前融 e 行 APP 总客户规模高达 3.3 亿。

■ 财务分析: (1) 3Q19 盈利增速维持平稳。 规模平稳增长 (生息资产同比 +8.4%) + 息差小幅收窄 (2.26%, 同比 -4bps, 环比 -3bps) 拉动净利息收入增 7%, 净利息收入增速有所放缓; 净非息收入增长亮眼 (3Q19 增 26.3%); PPOP 同比增 9.1%, 维持较高水平; 不良生成下降, 拨备计提保持平稳, 同比增 17.8%, 压制净利润同比增 5.1%。**(2) 净息差小幅收窄。** 3Q19 披露净息差 2.26%, 环比略降, 主要是负债成本上行所致, 息差绝对水平仍优于同业。**(3) 资产质量改善。** 不良率、不良净生成均环比下降。**(4) 资本持续夯实。** 优先股 (700 亿) 和永续债 (800 亿) 完成发行, 支持未来业务扩张。

投资建议: 大行龙头基本面稳健, 当前或是较好布局时点

工商银行基本面稳健, 源于对公和零售客户基础稳固, 综合金融服务及风险管理能力较强, ROE 虽有所下行, 仍优于同业。在当前经济下行周期中, 公司风险抵御能力较强, 稳健基本面凸显; 近年不断加大金融科技投入, 综合化、国际化经营成效显著。考虑公司负债优势持续, 净息差有望维持高位, 资产质量改善, 拨备计提压力不大, 预计 19/20 年净利润增速 4.9%/5.1%; 当前股息率较高, 或是中长线资金布局较好时点, 给予公司 1.1 倍 19 年 PB 目标估值, 对应 7.59 元/股, 给予强烈推荐评级。

风险提示: 经济失速下行导致资产质量恶化; 监管政策预期外变动等。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	7265	7738	8408	8885	9495
增长率 (%)	7.5	6.5	8.7	5.7	6.9
净利润 (亿元)	2860	2977	3123	3283	3457
增长率 (%)	2.8	4.1	4.9	5.1	5.3
净资产收益率 (%)	14.58%	13.89%	13.28%	12.52%	11.70%
每股收益 (元)	0.80	0.84	0.88	0.92	0.97
PE	7.45	7.16	6.82	6.49	6.16
PB	1.04	0.95	0.87	0.77	0.68

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

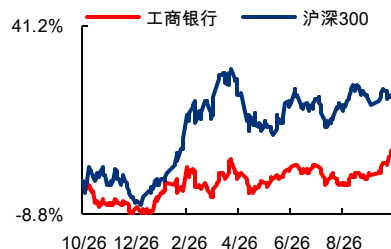
公司是中国最大的商业银行之一, 经过持续努力和稳健发展, 已经迈入世界领先大银行行列, 拥有优质的客户基础、多元的业务结构、强劲的创新能力和市场竞争力, 向全球公司客户和个人客户提供广泛的金融产品和服务。

未来 3-6 个月重大事项提示:

交易数据

52 周股价区间 (元)	5.98-5.65
总市值 (亿元)	21313.09
流通市值 (亿元)	16122.81
总股本/流通 A 股 (万股)	35640626/26961221
流通 B 股/H 股 (万股)	/8679404
52 周日均换手率	0.07

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 林瑾璐

010-66554046

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519070002

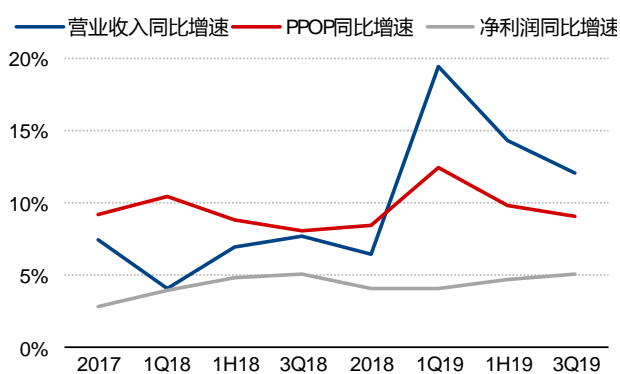
研究助理: 田馨宇

010-66555383

tianxy@dxzq.net.cn

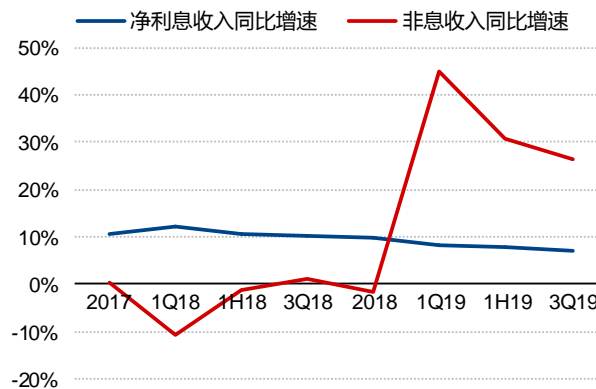
- **3Q19 业绩保持稳健增长，非息收入增长亮眼。**前三季度营收、PPOP 同比分别增 12.1%、9.1%，增速较上半年（14.3%、9.9%）有所放缓；净利润同比增 5.0%，增速较上半年提高 0.3 个百分点，保持稳健向上趋势。拆分来看：（1）净利润增长的主要贡献来自非息收入增长。3Q19 非利息收入同比增 26.3%，中收同比增 9.6%；三季度单季非息收入同比增速 15.1%，较二季度的 13.4%有所回升。（2）拨备计提力度持续减小，三季度计提资产减值损失环比下降 5.7%，对业绩的负向贡献边际改善。（3）逆周期调节力度不断加大下，净息差有所收窄（3Q19 净息差同比-4bps，环比-3bps），叠加平稳的规模增长，净利息收入增速放缓，1Q18-3Q19 净利息收入增速分别为 12.3%/10.6%/10.3%/9.7%/8.2%/7.8%/7%，构成盈利增长的负向贡献。

图 1：3Q19 净利润稳健增长，营收、PPOP 增速放缓



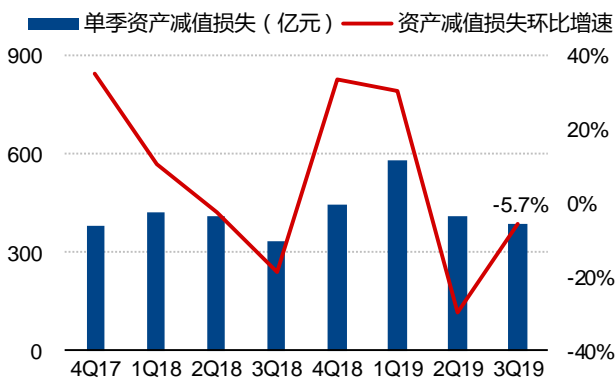
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 2：非息收入增长为净利润增长的主要贡献



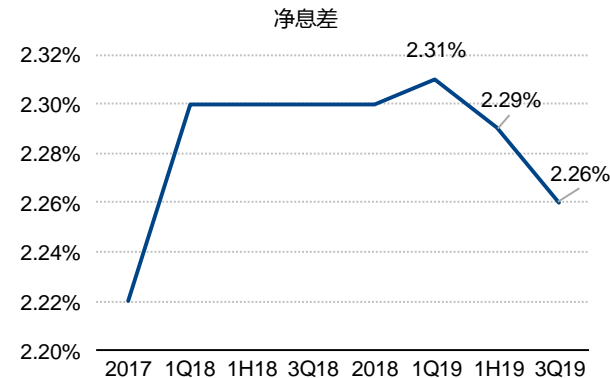
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 3：计提资产减值损失环比下降，业绩负向贡献边际改善



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 4：3Q19 净息差 2.26%，环比下降 3bps

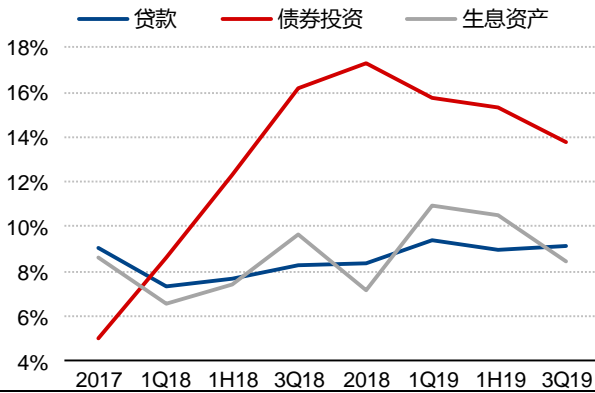


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

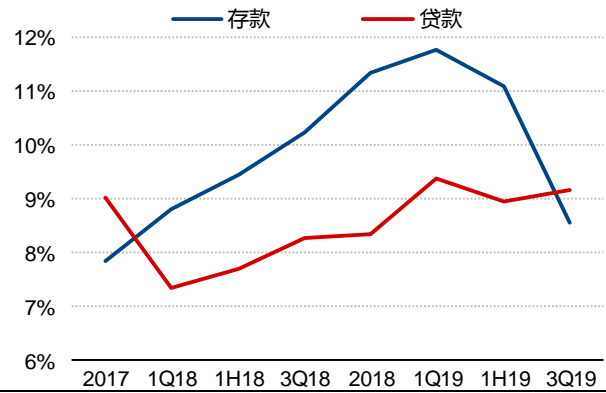
- **3Q19 净息差 2.26%，环比下降 3bps。**三季度息差收窄基于资产端收益下降和负债端成本上升，拆分来看：三季度贷款收益率较上半年下降 1bp，较年初上升 8bps；付息成本率较年初下降 11bps，个人储蓄、公司存款、同业资金成本均有不同程度的上升；负债成本上行是净息差收窄的主要原因。未来，随着精细化定价能力的提高，公司将通过结构优化，有效提高资产端收益、控制付息成本上升；同时也将以量补价，平衡好生息资产规模和净息差的关系，支撑四季度和明年全年营收平稳增长。
- **规模整体保持平稳，储蓄存款表现亮眼。**9 月末，总资产规模 30.4 万亿，较年初增 9.8%；总负债规模 27.8 万亿，较年初增 9.5%。资产端：贷款实现同比 9.1% 的较高增速；债券投资同比增 13.8%。负债端：存款同比增 8.6%；其中，定期存款同比增 10.9%，活期存款同比增 6.7%，增长领先于同业。储蓄存款、对公

存款实现协调增长, 储蓄存款表现尤其亮眼。截至 9 月末, 储蓄存款金额上 10 万亿台阶, 日均储蓄增量达 9700 亿, 同比多增 5000 多亿。

图 5: 贷款同比增速提高至 9.1%, 投资及生息资产增速放缓 **图 6: 3Q19 存款同比增 8.6%**



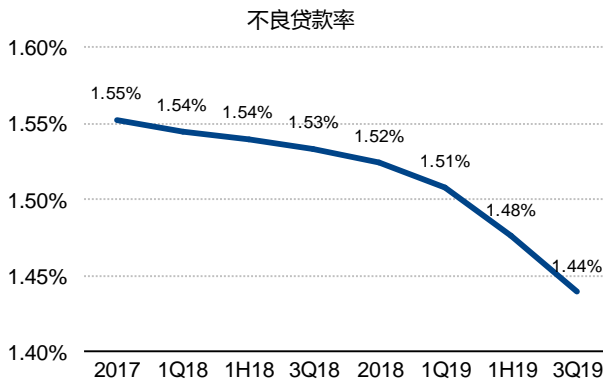
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

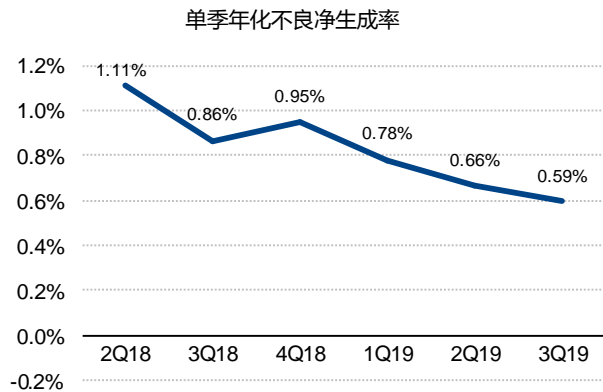
- **资产质量改善, 不良率、不良净生成均环比下降。**3Q19 不良贷款率环比下降 4bps 至 1.44%; 测算三季度单季年化不良净生成率环比下降 7bps 至 0.59%。**风险抵补能力持续增强。**拨备覆盖率环比提高 6.2 个百分点至 198.1%; 拨贷比环比提高 2bps 至 2.85%。

图 7: 3Q19 不良贷款率环比下降 4bps 至 1.44%



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

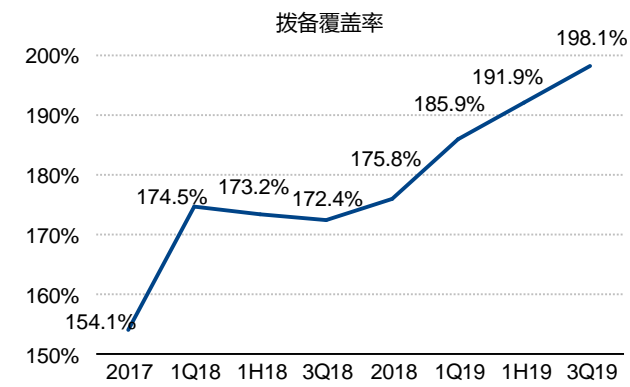
图 8: 三季度单季年化不良净生成率环比下降 7bps 至 0.59%



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

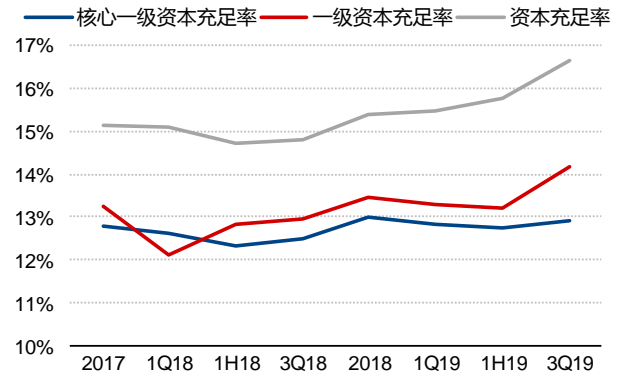
- **核心一级资本充足率环比上升。**3Q19 核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 12.93%、14.16%、16.65%, 环比+45、+122、+184bps, 源于 700 亿优先股和 800 亿永续债完成发行。资本构成持续优化, 资本充实, 有利于业务扩张。

图 9：3Q19 拨备覆盖率环比提高 6.2 个百分点



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 10：3Q19 核心一级资本充足率环比上升 45bps



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表 (亿元)											
净利息收入	5221	5725	6375	6812	7318	收入增长					
手续费及佣金	1396	1453	1504	1579	1690	净利润增速	2.8%	4.1%	4.9%	5.1%	5.3%
其他收入	648	560	529	494	488	拨备前利润增速	12.0%	7.3%	11.1%	6.5%	8.0%
营业收入	7265	7738	8408	8885	9495	税前利润增速	0.4%	2.1%	5.3%	10.7%	5.4%
营业税及附加	(75)	(78)	(50)	(53)	(57)	营业收入增速	7.5%	6.5%	8.7%	5.7%	6.9%
业务管理费	(1777)	(1850)	(1906)	(1963)	(2022)	净利息收入增速	10.6%	9.7%	11.4%	6.8%	7.4%
拨备前利润	5413	5810	6452	6869	7416	手续费及佣金增速	-3.7%	4.1%	3.5%	5.0%	7.0%
计提拨备	(1278)	(1616)	(1966)	(1846)	(2019)	营业费用增速	1.5%	4.1%	3.0%	3.0%	3.0%
税前利润	3646	3724	3920	4341	4576						
所得税	(772)	(737)	(784)	(1042)	(1098)	规模增长					
归母净利润	2860	2977	3123	3283	3457	生息资产增速	8.6%	7.1%	7.6%	8.0%	7.9%
资产负债表 (亿元)						贷款增速	9.0%	8.3%	8.5%	8.5%	8.0%
贷款总额	142334	154199	167306	181527	196049	同业资产增速	18.1%	-7.5%	1.0%	10.0%	10.0%
同业资产	18342	16965	17135	18848	20733	证券投资增速	5.0%	17.3%	12.0%	11.0%	10.0%
证券投资	57567	67547	75653	83974	92372	其他资产增速	-0.5%	-11.8%	-17.0%	-0.8%	-13.3%
生息资产	253631	271736	292458	315743	340548	计息负债增速	8.3%	8.2%	6.9%	7.5%	6.9%
非生息资产	10645	9391	7799	7733	6703	存款增速	7.9%	11.4%	8.0%	8.0%	7.0%
总资产	260870	276995	295366	318007	341126	同业负债增速	5.6%	-15.4%	-5.0%	2.0%	5.0%
客户存款	192263	214089	231216	249714	267194	股东权益增速	8.1%	9.5%	9.2%	12.8%	11.9%
其他计息负债	32803	29476	29054	30120	31854						
非计息负债	14394	9981	9482	9292	9757	存款结构					
总负债	239460	253547	269752	289127	308804	活期	51.4%	48.3%	48.28%	48.28%	48.28%
股东权益	21411	23449	25614	28880	32322	定期	47.1%	49.4%	49.42%	49.42%	49.42%
每股指标						其他	1.5%	2.3%	2.30%	2.30%	2.30%
每股净利润(元)	0.80	0.84	0.88	0.92	0.97	贷款结构					
每股拨备前利润(元)	1.52	1.63	1.81	1.93	2.08	企业贷款(不含贴)	62.8%	61.1%	61.08%	61.08%	61.08%
每股净资产(元)	5.73	6.30	6.90	7.81	8.77	个人贷款	34.7%	36.6%	36.55%	36.55%	36.55%
每股总资产(元)	73.19	77.72	82.87	89.23	95.71	贷款质量					
P/E	7.45	7.16	6.82	6.49	6.16	不良贷款率	1.55%	1.52%	1.45%	1.43%	1.42%
P/POP	3.94	3.67	3.30	3.10	2.87	正常	94.50%	95.55%	97.13%	97.18%	97.23%
P/B	1.04	0.95	0.87	0.77	0.68	关注	3.95%	2.92%	2.87%	2.82%	2.77%
P/A	0.08	0.08	0.07	0.07	0.06	次级	0.57%	0.71%			
利率指标						可疑	0.76%	0.59%			
净息差(NIM)	2.22%	2.30%	2.26%	2.24%	2.23%	损失	0.22%	0.23%			
净利差(Spread)	2.10%	2.16%	2.21%	2.24%	2.27%	拨备覆盖率	154.07%	175.76%	200.92%	210.89%	219.67%
贷款利率	4.23%	4.38%	4.46%	4.51%	4.56%						
存款利率	1.42%	1.45%	1.51%	1.55%	1.59%	资本状况					
生息资产收益率	3.67%	3.81%	3.91%	3.97%	4.03%	资本充足率	15.14%	15.39%	15.41%	15.40%	15.36%
计息负债成本率	1.57%	1.65%	1.70%	1.74%	1.78%	核心一级资本充足	12.77%	12.98%	13.18%	13.34%	13.45%
盈利能力						资产负债率	91.79%	91.53%	91.33%	90.92%	90.53%
ROAA	1.14%	1.11%	1.10%	1.08%	1.06%						
ROAE	14.58%	13.89%	13.28%	12.52%	11.70%	其他数据					
拨备前利润率	2.16%	2.16%	2.25%	2.24%	2.25%	总股本(亿)	3564.07	3564.0	3564.0	3564.07	3564.07

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任银行业研究负责人。长期紧密跟踪银行业发展变化，致力于行业深度研究和银行股前瞻性投资分析。

研究助理简介

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。