

公司研究/季报点评

2019年10月26日

银行/银行 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 5.98  
合理价格区间(元): 6.93~7.27

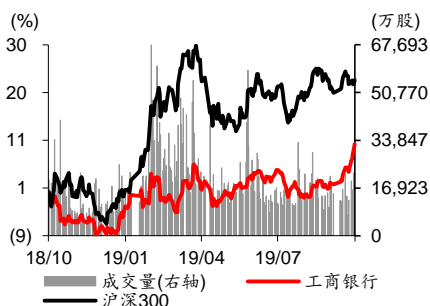
沈娟 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

蒋昭鹏 0755-82492038  
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1《工商银行(601398 SH,增持): 利润增速回暖, 龙头价值呈现》2019.08
- 2《工商银行(601398,增持): 资产增速加快, 中收显著回暖》2018.10
- 3《工商银行(601398,增持): 盈利加速释放, 零售贡献提升》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 稳健龙头大行, 资产质量改善

## 工商银行(601398)

### 利润增速回暖, 维持“增持”评级

工商银行于10月25日发布2019年三季度报, 1-9月归母净利润同比+5.0%, 增速较1-6月上升0.3pct, 业绩符合我们的预期。公司利润增速回暖, 资产质量持续改善, 外源补充驱动下, 资本充足率大幅提升。我们预测公司2019-2021年归母净利润增速5.4%/5.7%/6.0%, EPS0.88/0.93/0.99元, 目标价6.93~7.27元, 维持“增持”评级。

### 息差较上半年微降, 新增贷款占比高

1-9月营业收入同比增速为12.1%, 增速较1-6月下降2.2pct。累计净息差为2.26%, 较1-6月微降3bp。我们认为主要是受到了负债端的拖累, 测算1-9月计息负债成本率较1-6月上升6bp。我们推测存款竞争加大, 提升了存款成本率。但10月结构性存款新规出台, 存款竞争或缓和, 更利好具有普通类衍生品交易牌照的大行, 预计工行的息差压力将减小。资产配置方面, 三季度加大贷款投放力度, 在资产增速下降的背景下保持了贷款增速的稳定, Q3新增贷款占新增总资产的87%。新增贷款中, 对公、零售贷款约保持1:1的比例, 存量零售贷款占比微升。

### 资产质量向好, 不良生成放缓

9月末不良贷款率为1.44%, 较6月末-4bp, 降幅较已披露季报的两家大行更大, 资产质量向好趋势明朗。不良贷款率下降的原因并非加大处置力度, 而是不良生成的放缓。Q3等效核销比例为10.2%, 较Q2微降; 同时, 单季年化不良贷款生成率较Q2降低6bp至0.60%, 为2018年Q1以来的新低。我们认为主要原因为近年来信贷风险偏好谨慎, 加大对基础设施、新兴产业等行业的投放力度。9月末拨备覆盖率198%, 较6月末+6pct, 风险抵补能力得到增强。

### 中间收入增速较快, 资本补充力度大

1-9月中间业务收入同比+9.6%, 较1-6月下降2.1pct, 仍处较高水平。推测第三方支付业务收入延续较高增长趋势。工银理财于5月末开业, 我们认为初始阶段的中间收入贡献不多, 未来工银理财有望成为重要的收入贡献点。资本得到强劲的外源补充, 7月800亿元永续债、9月700亿元优先股顺利发行, 9月末资本充足率、一级资本充足率分别环比+90bp、+97bp至16.65%、14.16%, 核心一级资本充足率也略有提升。公司拟于12月赎回29.4亿美元及120亿元人民币境外优先股, 年末资本充足率或稍有回落。

### 把握龙头大行价值, 目标价6.93~7.27元

我们维持原预测, 2019至2021年归母净利润增速为5.4%/5.7%/6.0%, EPS为0.88/0.93/0.99元, 2019年BVPS6.93元, 对应PB0.86倍, 可比大行Wind一致预测PB为0.77倍, 公司作为银行业龙头应享受估值溢价, 鉴于板块估值中枢上移, 我们给予2019年目标PB1.0~1.05倍, 目标价由6.23~6.93元上调至6.93~7.27元。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	356,406
流通A股(百万股)	269,612
52周内股价区间(元)	5.19-6.01
总市值(百万元)	2,131,309
总资产(百万元)	30,426,381
每股净资产(元)	7.45

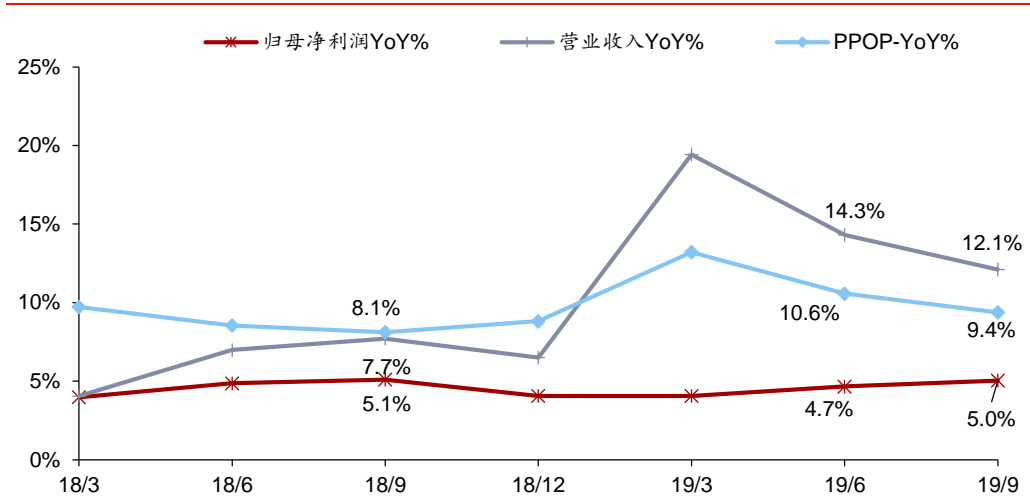
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	726,502	773,789	859,543	952,149	1,053,101
+/-%	7.49	6.51	11.08	10.77	10.60
归属母公司净利润(百万元)	286,049	297,676	313,589	331,464	351,285
+/-%	2.80	4.06	5.35	5.70	5.98
EPS(元, 最新摊薄)	0.80	0.84	0.88	0.93	0.99
PE(倍)	6.75	6.49	6.16	5.83	5.50

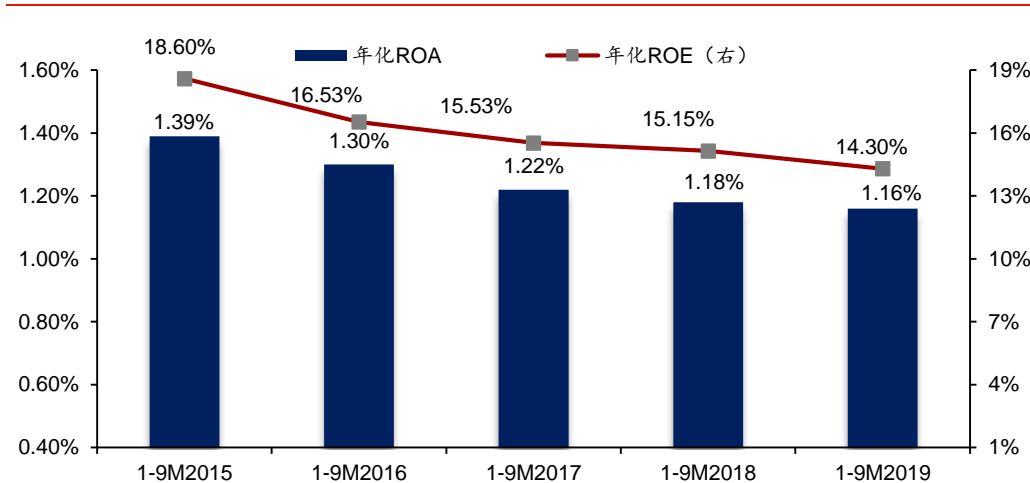
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

**图表1：2018Q1-2019Q3 累计归母净利润、营收、PPOP 同比增速**



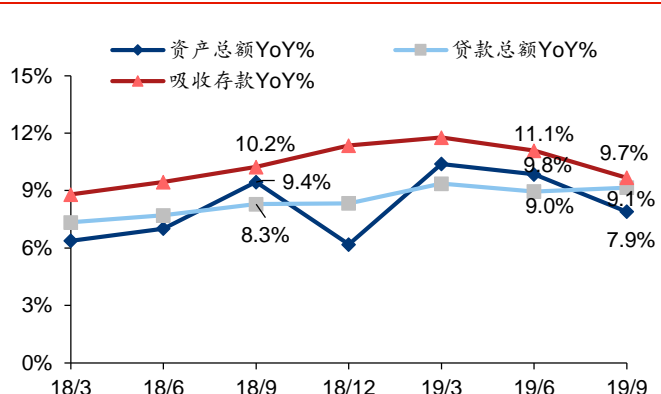
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**图表2：2015年1-9月至2019年1-9月年化ROA、ROE**



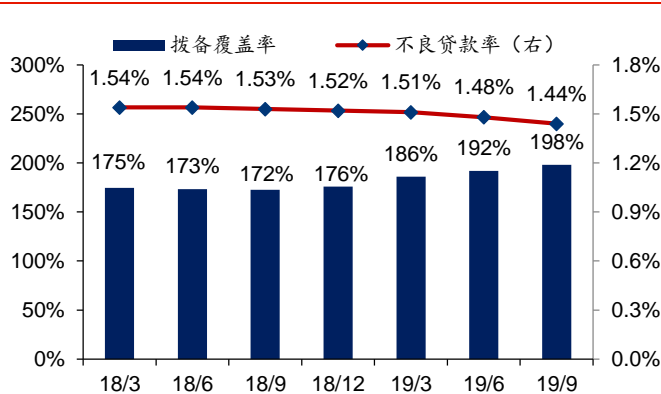
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**图表3：2018-2019Q3 资产、贷款、存款规模增速**



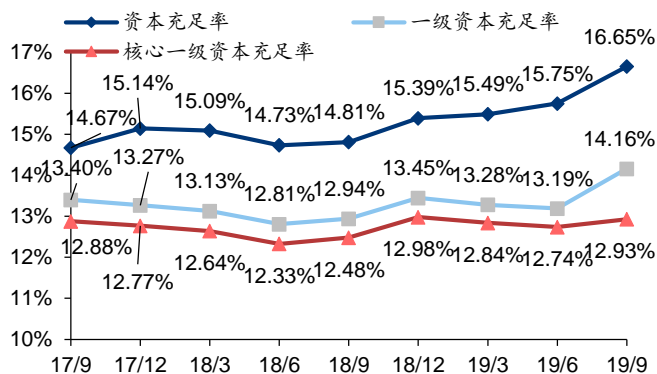
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**图表4：2018Q1-2019Q3 不良贷款率及拨备覆盖率**



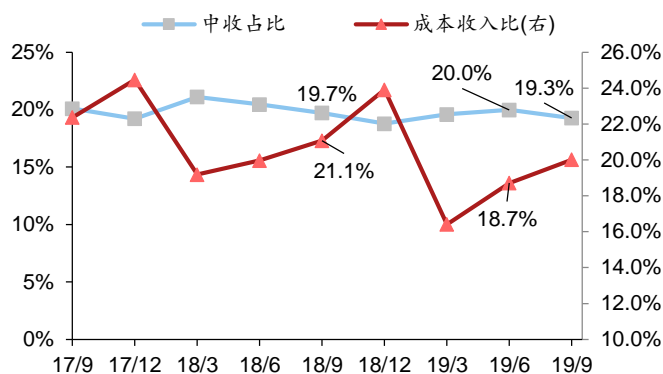
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表5: 2017-2019Q3 三级资本充足率



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表6: 2017年1-9月至2019年1-9月中间收入占比及成本收入比



注: 数据为当年累计值

资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表7: 可比A股上市银行PB估值(2019/10/25)(Wind一致预期)

代码	简称	2019年PB估值(倍)
601288.SH	农业银行	0.73
601988.SH	中国银行	0.67
601939.SH	建设银行	0.89
	平均值	0.77

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

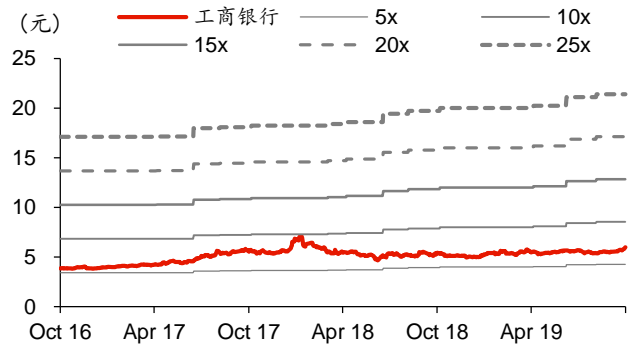
图表8: 财务预测(百万元)

资产负债表概要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表概要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总资产	26,087,043	27,699,540	30,562,361	33,871,954	37,542,988	净利息收入	522,078	572,518	624,045	685,825	755,779
贷款净额	13,892,966	15,046,132	16,627,093	18,785,646	21,217,893	手续费净收入	139,625	145,301	162,737	179,011	196,912
债券投资	5,756,704	6,754,692	7,422,809	7,909,746	8,413,992	营业费用	236,891	241,008	257,863	285,645	305,399
总负债	23,945,987	25,354,657	27,990,973	31,060,624	34,476,874	拨备前利润	492,410	534,007	602,967	667,856	749,121
存款余额	19,226,349	21,408,934	23,709,808	26,364,989	29,656,085	计提减值准备	127,769	161,594	210,646	253,172	309,639
同业负债	2,753,343	2,329,777	2,694,296	2,996,021	2,998,930	所得税	77,190	73,690	77,629	82,054	86,961
股东权益	2,141,056	2,344,883	2,571,389	2,811,329	3,066,113	净利润	286,049	297,676	313,589	331,464	351,285
盈利能力	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资本管理	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
年化ROAA	0.30%	0.27%	0.26%	0.25%	0.24%	核心资本	2,030,108	2,232,033	2,468,224	2,705,597	2,957,429
年化ROAE	13.96%	13.36%	12.84%	12.40%	12.04%	资本净额	2,406,920	2,644,885	2,921,406	3,198,536	3,494,467
生息资产收益率	3.57%	3.65%	3.73%	3.76%	3.85%	风险加权资产	15,902,801	17,190,992	18,967,727	21,021,738	23,300,069
计息负债成本率	1.57%	1.60%	1.68%	1.73%	1.84%	风险加权资产比重	61%	62%	62%	62%	62%
费用收入比	33%	31%	30%	30%	29%	核心一级资本充足率	12.8%	13.0%	13.0%	12.9%	12.7%
						一级资本充足率	13.3%	13.4%	13.5%	13.3%	13.1%
						资本充足率	15.1%	15.4%	15.4%	15.2%	15.0%
成长能力	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产质量	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
贷款	8.8%	8.3%	10.5%	13.0%	12.9%	贷款减值准备	340,482	373,773	467,535	562,152	671,279
存款	7.9%	11.4%	10.7%	11.2%	12.5%	不良贷款额	215,702	228,701	234,442	262,999	292,807
净利息收入	10.6%	9.7%	9.0%	9.9%	10.2%	不良贷款率	1.55%	1.52%	1.41%	1.40%	1.38%
中间业务收入	-3.7%	4.1%	12.0%	10.0%	10.0%	拨备覆盖率	158%	163%	199%	214%	229%
营业费用	4.0%	1.7%	7.0%	10.8%	6.9%	拨贷比	2.45%	2.48%	2.81%	2.99%	3.16%
净利润	2.8%	4.1%	5.3%	5.7%	6.0%	信用成本	1.00%	1.16%	1.40%	1.52%	1.65%
营业收入结构	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	估值分析	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利息占比	71.9%	74.0%	72.6%	72.0%	71.8%	PB	1.04	0.95	0.86	0.79	0.72
手续费收入占比	19.2%	18.8%	18.9%	18.8%	18.7%	PE	7.45	7.16	6.80	6.43	6.07
业务费用占比	32.6%	31.1%	30.0%	30.0%	29.0%	EPS	0.80	0.84	0.88	0.93	0.99
计提拨备占比	17.6%	20.9%	24.5%	26.6%	29.4%	BVPS	5.73	6.30	6.93	7.59	8.30
						每股股利	0.24	0.25	0.26	0.28	0.30
						股息收益率	4.0%	4.2%	4.4%	4.7%	4.9%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

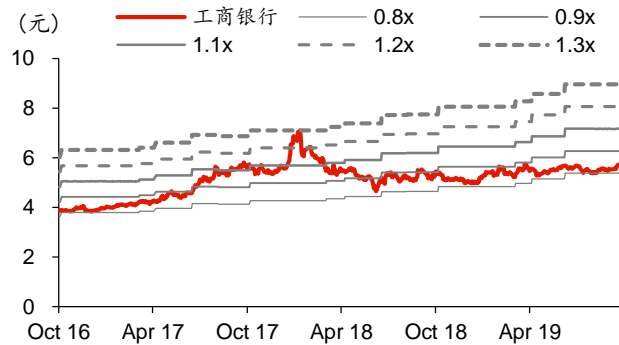
**PE/PB – Bands**

**图表9：工商银行历史 PE-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表10：工商银行历史 PB-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com