

# 工商银行(601398.SH/01398.HK)

## 息差有所收窄，资产质量平稳

2019年10月25日晚，工商银行发布2019年三季报，我们点评如下。

### 投资建议：

2019Q3公司营收增速继续回落，归母净利润增速仍有所上升，盈利能力平稳。三季度资产端贷款投放有所增加，对资产收益率形成支撑。但预计由于存款竞争压力仍在，导致计息成本率上升更多，公司息差环比下行。三季度末，公司不良率下降，拨备覆盖率提升，不良净生成率相对稳定，显示公司资产质量稳健。考虑到公司均衡的业务结构、良好的客户基础以及审慎的风控文化，预计公司2019/20年归母净利润增速分别为5.05%和4.48%，EPS分别为0.86/0.90元/股，当前股价对应19/20年PE分别为6.92X/6.62X，PB分别为0.86X/0.79X，工商银行A股近三年公司估值PB中枢在0.95X左右，据此我们测算公司A股的合理价值在6.58元/股左右（对于19年0.95倍PB），按照当前AH溢价比例，对应H股合理价值为6.11港币/股，维持买入评级。

风险提示：1.经济增长超预期下滑；2.资产质量大幅恶化。

### 核心观点：

#### ● 营收增速回落，盈利能力平稳

公司19年前三季度营收、拨备前利润、归母净利润同比分别增长12.11%、9.06%、5.04%，增幅较19H1变化分别为-2.20pct、-0.82pct、+0.38pct。从单季度数据来看，Q3营收增速回落，归母净利润增速继续提升。从Q3归母净利润增速贡献拆分来看，正贡献因素主要为生息总资产增速，负贡献因素主要为净息差和拨备计提。

#### ● 息差有所收窄，负债成本上行

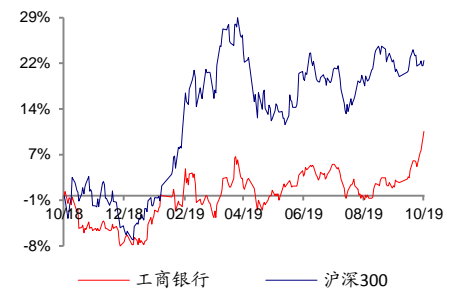
公司披露19年前三季度净息差为2.26%，较19H1下降了3bps。我们测算，生息资产收益率环比上升3bps至3.62%，负债成本率环比上升4bps上升至1.69%。从资产负债结构上来看：（1）资产端，公司现金及存放央行占比下降至11.4%（VS2019H1：13.6%），贷款资产占比回升至55.9%（VS2019H1：55.4%），同时贷款中零售贷款占比提升，这对整体资产端收益率有所支撑。（2）负债端，存款增速继续回落，但整体高于生息负债增速，所以存款负债占比有所回升。但预计由于利率市场化仍在进程中，行业存款竞争仍较激烈，导致存款成本有所上行，拉高计息负债成本。

#### ● 不良生成率明显下降，资产质量稳健

2019年三季度末，公司不良贷款率1.44%，较半年末下降0.04pct；拨备覆盖率198.09%，环比上升约6.07pct。我们测算，公司前三季度年化不良净生成率约0.70%，较上半年上升0.06pct，但较去年前三季度下降0.23pct。公司不良低位维持稳定，资产质量稳健。

| 公司评级 | 买入-A/买入-H    |
|------|--------------|
| 当前价格 | 5.98元/5.56港元 |
| 合理价值 | 6.58元/6.11港元 |
| 前次评级 | 买入/买入        |
| 报告日期 | 2019-10-26   |

### 相对市场表现



分析师：倪军



SAC 执证号：S0260518020004



021-60750604



nijun@gf.com.cn

分析师：屈俊



SAC 执证号：S0260515030005



SFC CE No. BLZ443



0755-88286915



qujun@gf.com.cn

分析师：万思华



SAC 执证号：S0260519080006



021-60750604



wansihua@gf.com.cn

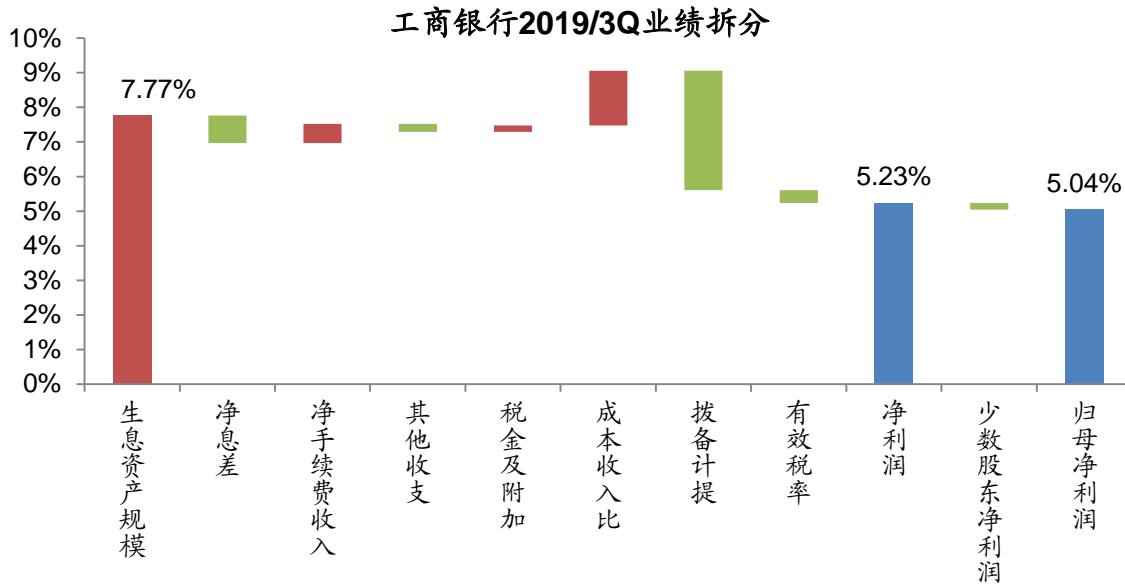
请注意，倪军、万思华并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

工商银行(601398.SH/01398.HK)：2019-08-30

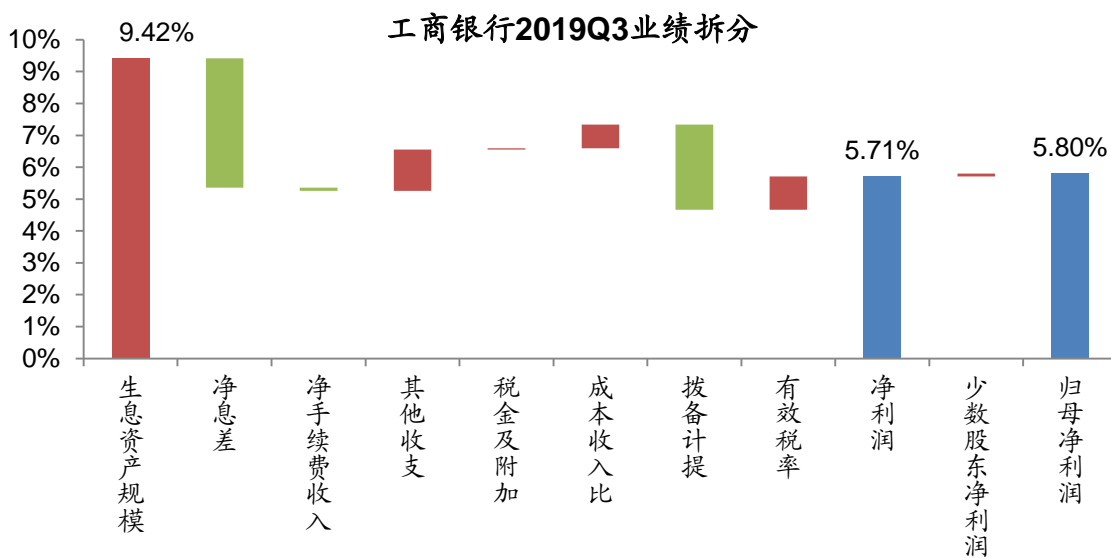
盈利能力平稳，资产质量稳健

图 1: 2019Q1-Q3累计业绩拆分



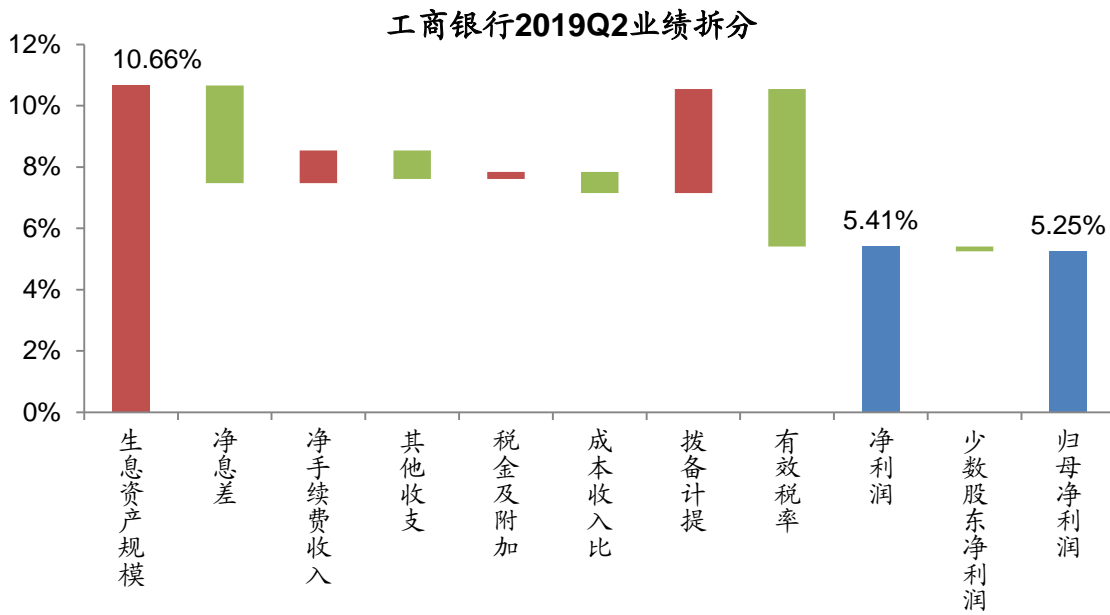
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 单季度业绩拆分 (2019Q3)



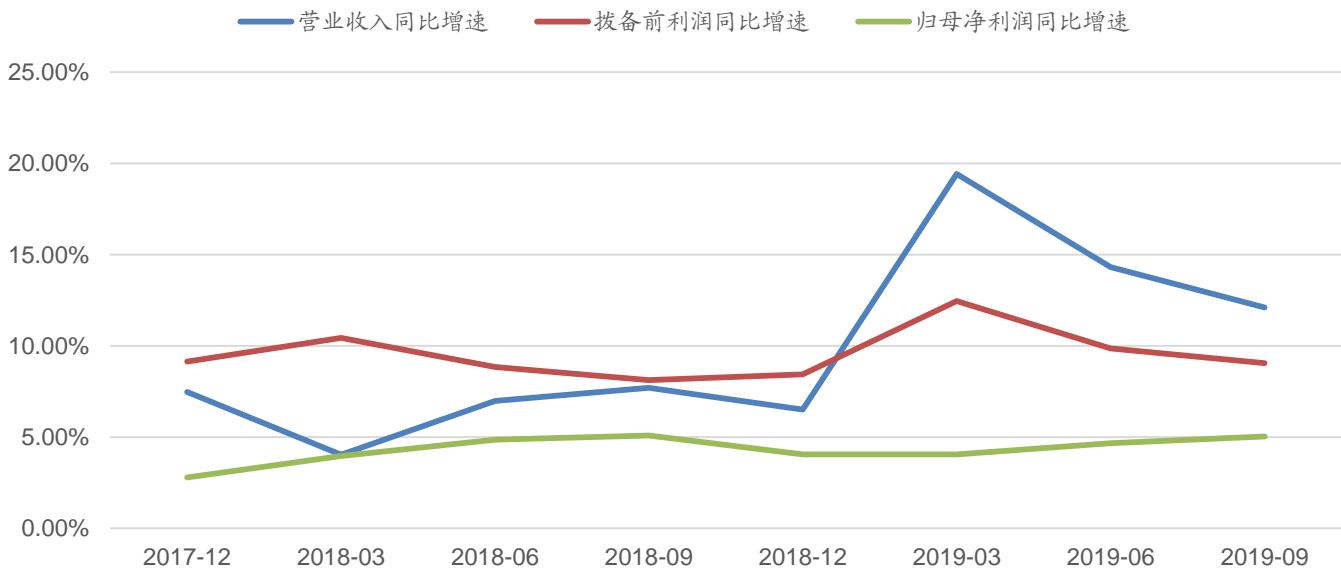
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 3: 单季度业绩拆分 (2019Q2)



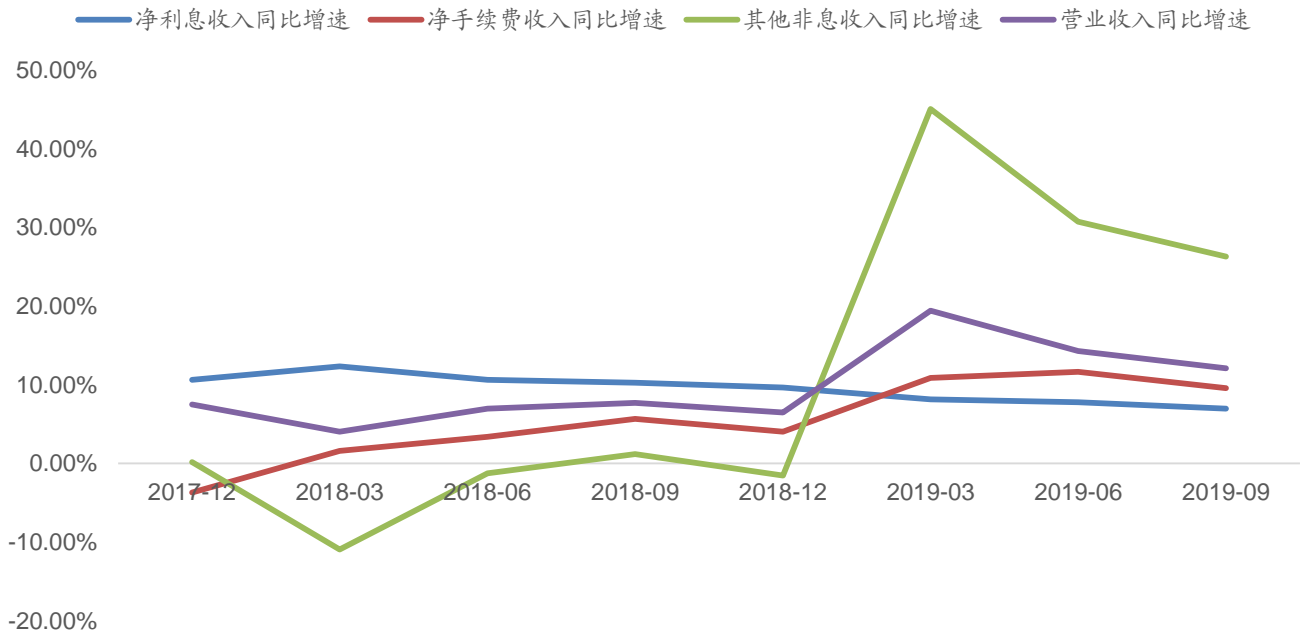
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 营收、PPOP、归母净利润同比增速



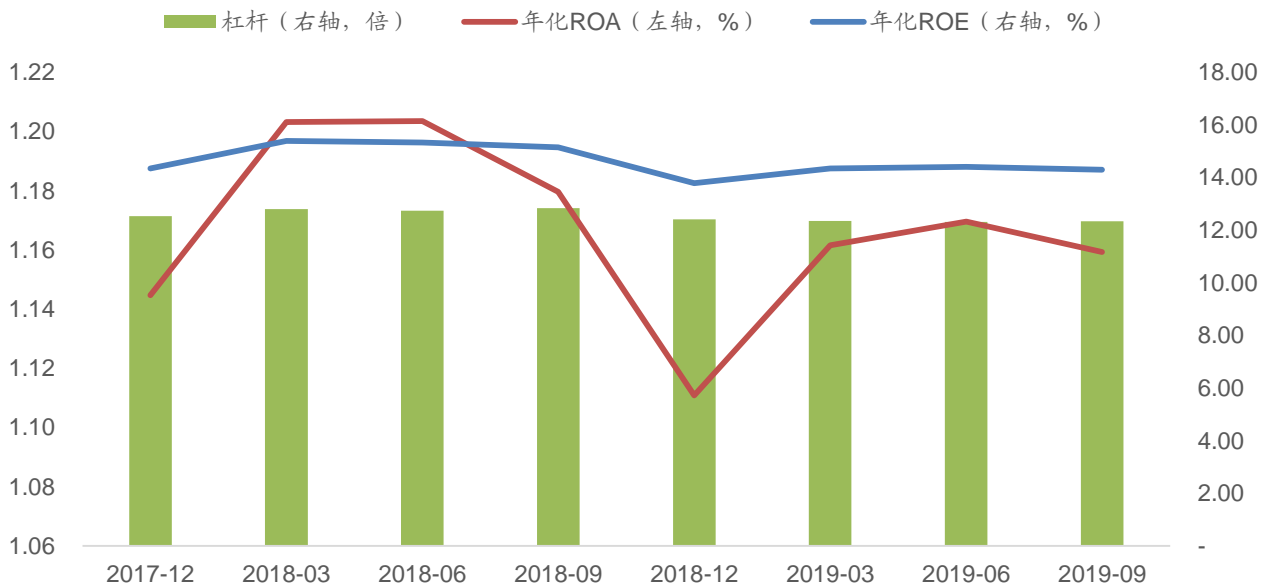
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 营收、利息、手续费、其他非息收入增速



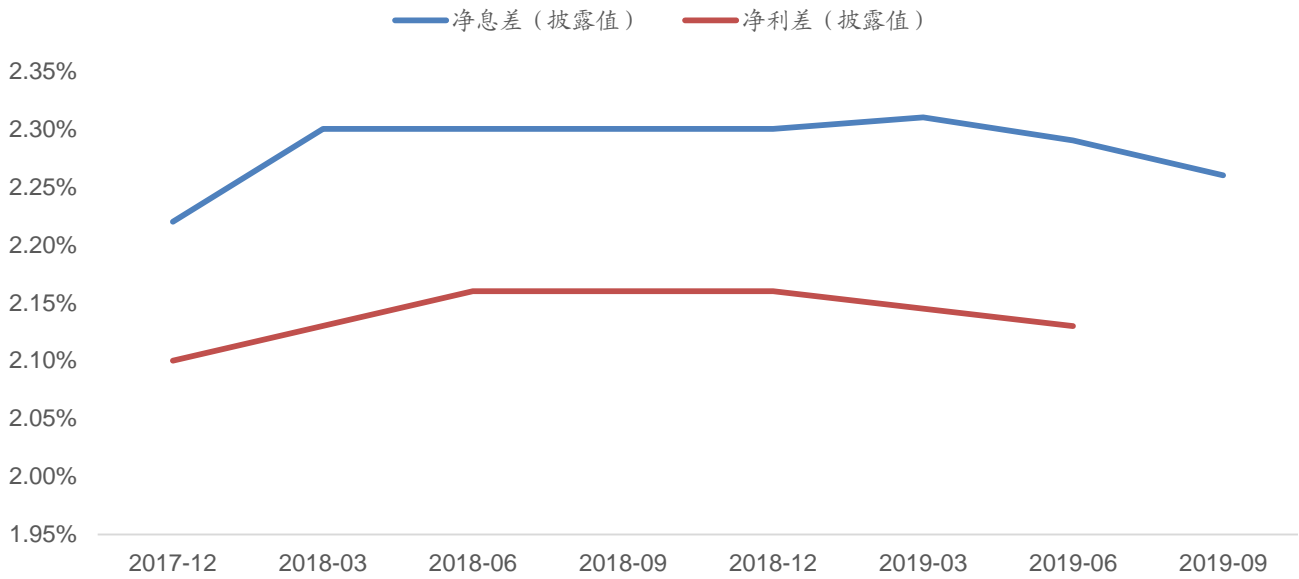
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: ROE、ROA和杠杆率



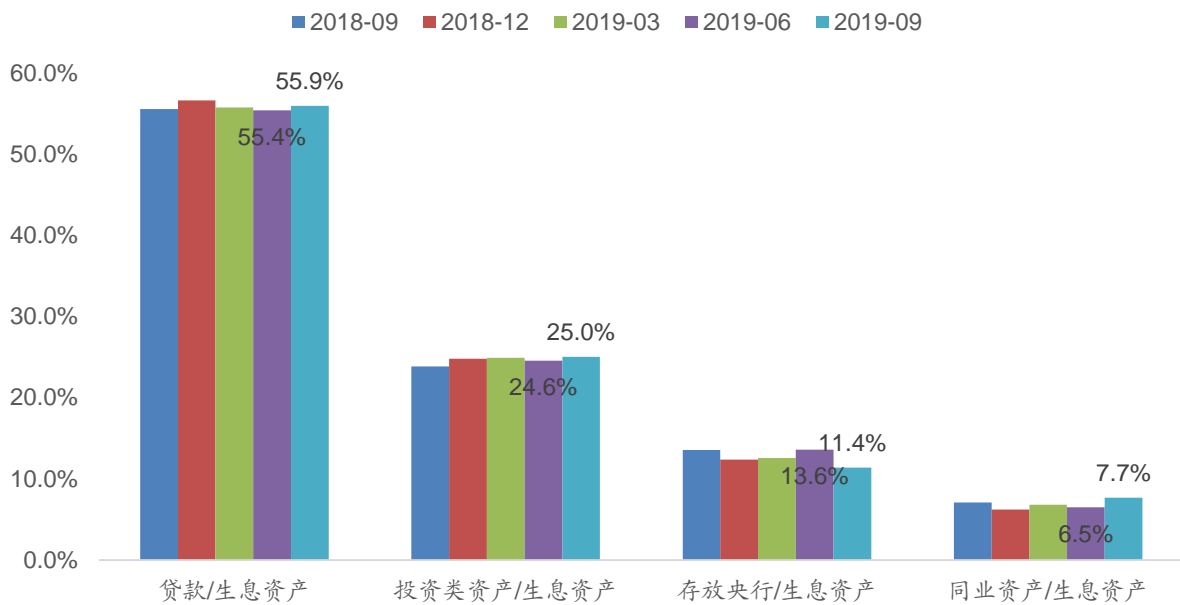
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 净息差和净利差



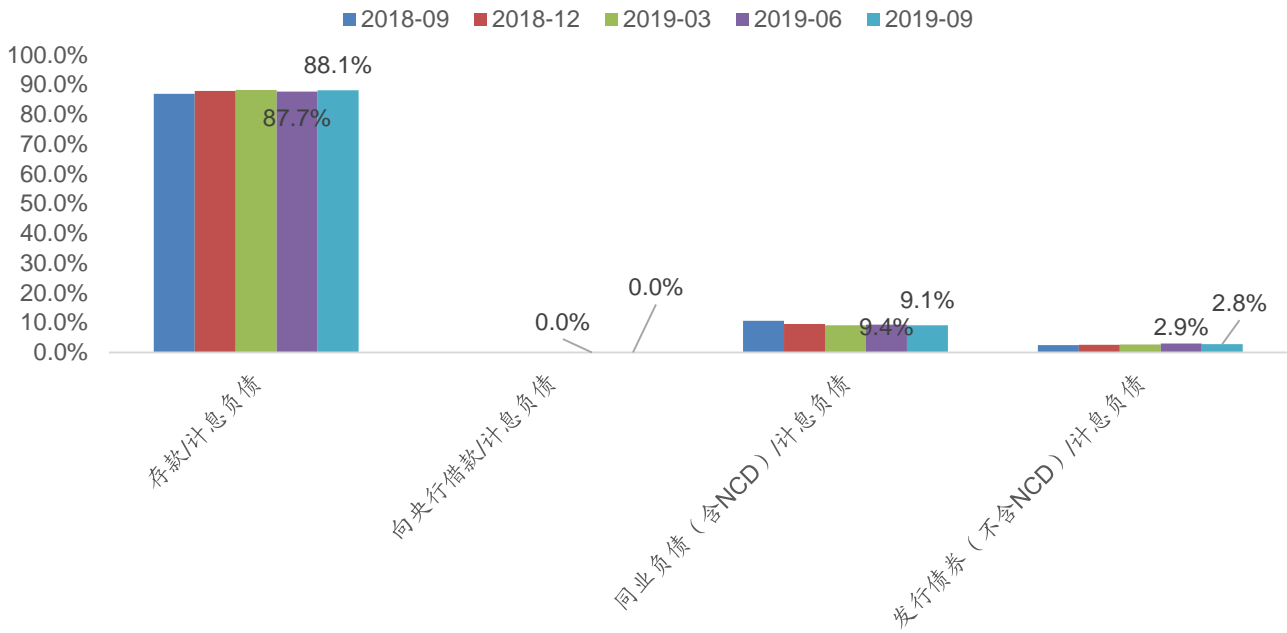
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 生息资产结构



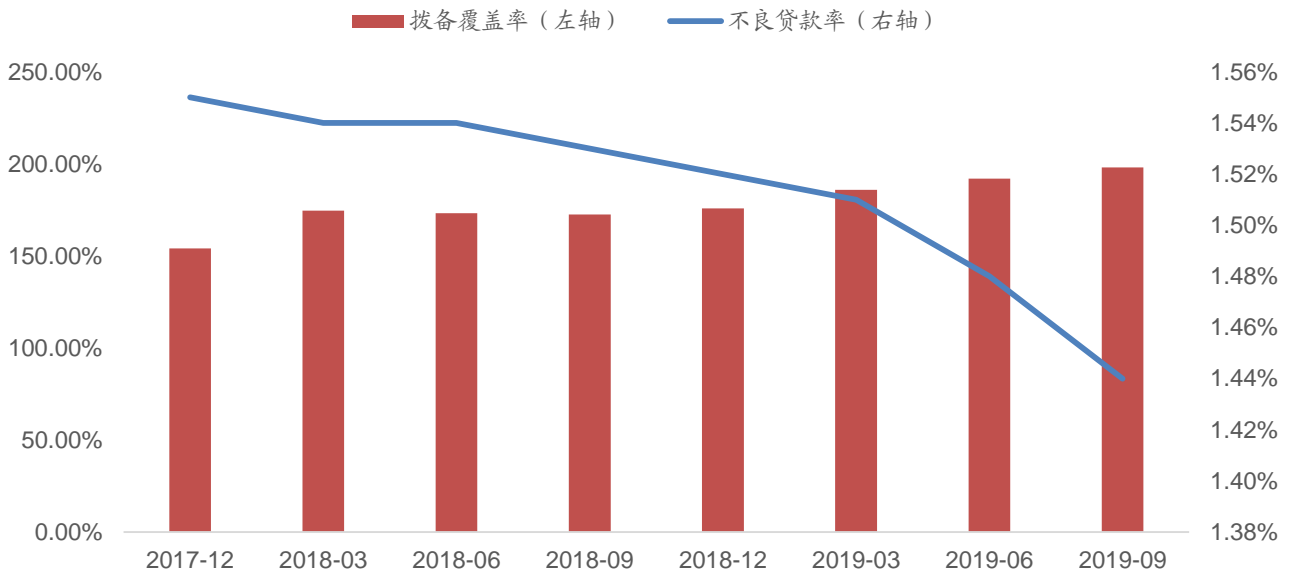
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 计息负债结构



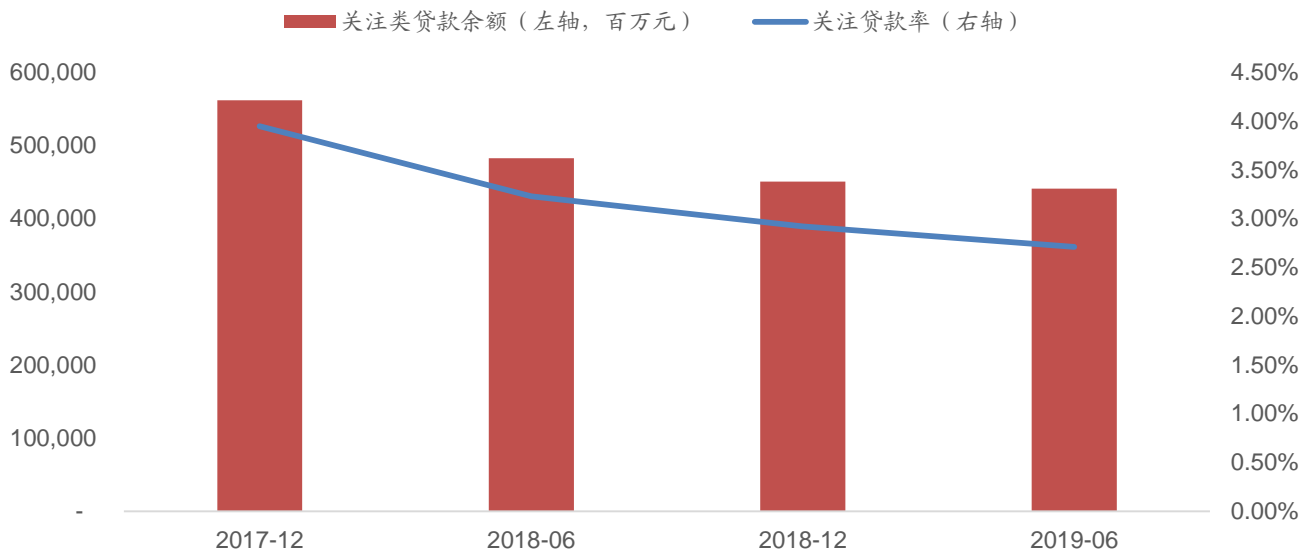
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 不良率和拨备覆盖率



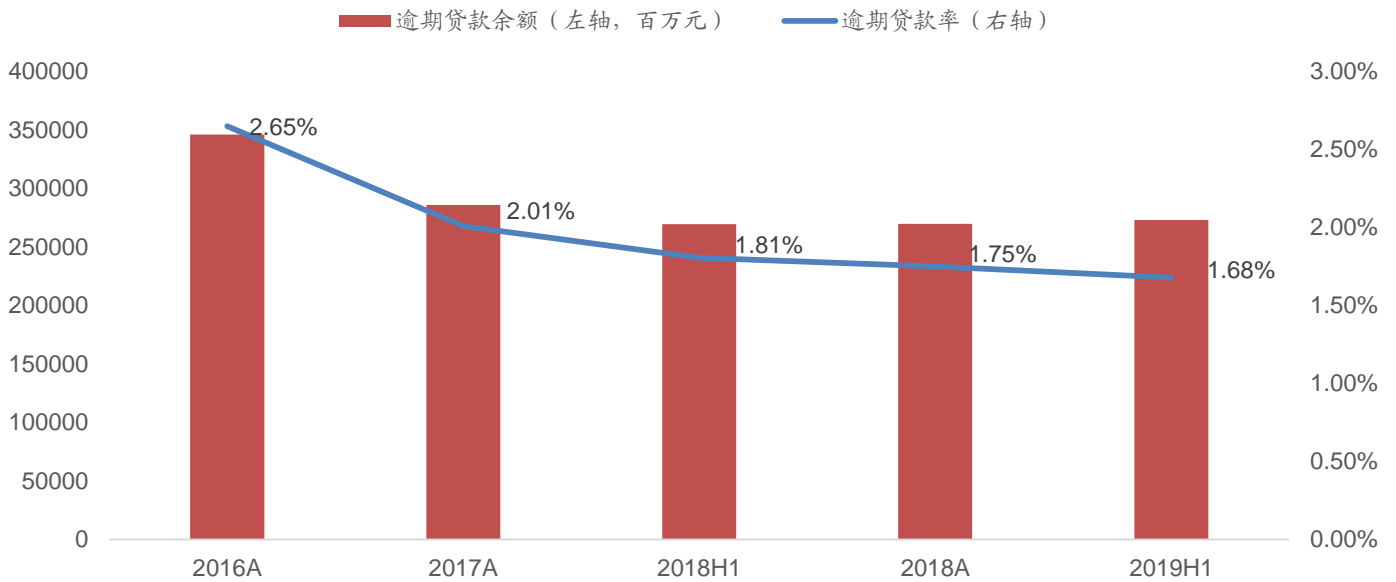
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 关注类贷款余额和比率



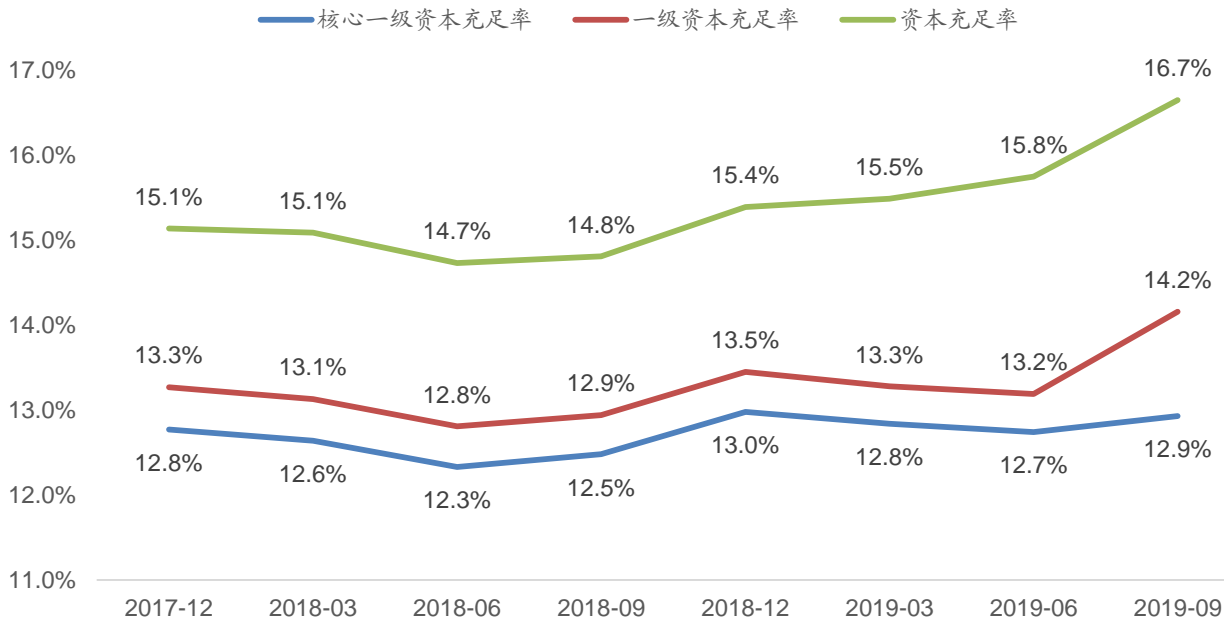
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 逾期贷款余额和比率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 资本充足率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



附表：工商银行盈利预测表（每股指标单位：元/股，其他指标单位：百万元）

|                | 2017A      | 2018A      | 2019E      | 2020E      | 2021E      |              | 2017A      | 2018A      | 2019E      | 2020E      | 2021E      |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>价值评估（倍）</b> |            |            |            |            |            | <b>利润表</b>   |            |            |            |            |            |
| P/E            | 7.57       | 7.29       | 6.92       | 6.62       | 6.34       | 净利息收入        | 522,078    | 572,518    | 606,779    | 632,978    | 658,875    |
| P/B            | 1.04       | 0.95       | 0.86       | 0.79       | 0.72       | 利息收入         | 861,594    | 948,094    | 1,030,008  | 1,106,232  | 1,172,395  |
| P/PPOP         | 4.73       | 4.72       | 4.33       | 3.99       | 3.67       | 利息支出         | 339,516    | 375,576    | 423,229    | 473,254    | 513,520    |
| <b>每股指标</b>    |            |            |            |            |            | 净手续费收入       | 139,625    | 145,301    | 158,669    | 176,122    | 193,734    |
| EPS            | 0.79       | 0.82       | 0.86       | 0.90       | 0.94       | 净其他非息收入      | 64,799     | 55,970     | 86,754     | 112,780    | 135,335    |
| BVPS           | 5.73       | 6.30       | 6.92       | 7.58       | 8.26       | 营业收入         | 726,502    | 773,789    | 852,201    | 921,880    | 987,945    |
| PPOPPS         | 1.38       | 1.50       | 1.63       | 1.74       | 1.84       | 营业支出         | 312,957    | 354,416    | 386,803    | 423,100    | 453,487    |
| DPS            | 0.24       | 0.25       | 0.27       | 0.28       | 0.29       | 税金及附加        | 7,465      | 7,781      | 7,479      | 8,042      | 8,549      |
| 股息支付率          | 30.51%     | 30.49%     | 30.49%     | 30.49%     | 30.49%     | 业务及管理费       | 177,723    | 185,041    | 196,432    | 207,423    | 217,348    |
| 股息收益率          | 4.03%      | 4.19%      | 4.50%      | 4.70%      | 4.91%      | 营业利润         | 413,545    | 371,187    | 465,398    | 498,779    | 534,458    |
| <b>驱动性因素</b>   |            |            |            |            |            | 营业外净收入       | -48,904    | 1,226      | -67,430    | -87,659    | -105,191   |
| 贷款增长           | 9.01%      | 8.34%      | 9.00%      | 8.50%      | 8.00%      | 拨备前利润        | 492,410    | 534,007    | 580,860    | 618,756    | 656,857    |
| 存款增长           | 9.75%      | 9.44%      | 9.50%      | 9.00%      | 8.00%      | 资产减值损失       | 127,769    | 161,594    | 182,892    | 207,636    | 227,590    |
| 生息资产增长         | 8.52%      | 7.10%      | 9.05%      | 8.18%      | 7.61%      | 利润总额         | 364,641    | 372,413    | 397,968    | 411,120    | 429,267    |
| 计息负债增长         | 9.88%      | 6.62%      | 9.14%      | 8.26%      | 7.49%      | 所得税          | 77,190     | 73,690     | 83,573     | 82,224     | 85,853     |
| 平均贷款收益率        | 4.20%      | 4.32%      | 4.35%      | 4.27%      | 4.22%      | 净利润          | 287,451    | 298,723    | 314,395    | 328,896    | 343,414    |
| 平均生息资产收益率      | 3.53%      | 3.60%      | 3.62%      | 3.58%      | 3.51%      | 归母净利润        | 286,049    | 297,676    | 312,720    | 326,719    | 340,801    |
| 平均存款付息率        | 1.40%      | 1.37%      | 1.46%      | 1.53%      | 1.56%      | <b>资产负债表</b> |            |            |            |            |            |
| 平均计息负债付息率      | 1.56%      | 1.59%      | 1.66%      | 1.71%      | 1.72%      | 贷款总额         | 14,233,448 | 15,419,905 | 16,807,696 | 18,236,351 | 19,695,259 |
| 净息差(NIM)-测算值   | 2.14%      | 2.17%      | 2.13%      | 2.05%      | 1.98%      | 贷款减值准备       | 340,476    | 413,184    | 497,336    | 606,708    | 725,493    |
| 净利差(NIS)-测算值   | 1.97%      | 2.01%      | 1.96%      | 1.87%      | 1.79%      | 贷款净额         | 13,892,966 | 15,046,132 | 16,310,361 | 17,629,643 | 18,969,766 |
| 净手续费收入增速       | -3.69%     | 4.07%      | 9.20%      | 11.00%     | 10.00%     | 投资类资产        | 5,756,704  | 6,754,692  | 7,497,708  | 8,097,525  | 8,664,352  |
| 净非息收入/营收       | 28.14%     | 26.01%     | 28.80%     | 31.34%     | 33.31%     | 存放央行         | 3,613,872  | 3,372,576  | 3,281,990  | 3,577,369  | 3,863,558  |
| 成本收入比          | 24.46%     | 23.91%     | 23.05%     | 22.50%     | 22.00%     | 同业资产         | 1,834,242  | 1,696,498  | 2,120,623  | 2,226,654  | 2,360,253  |
| 拨备支出/平均贷款      | 0.94%      | 1.09%      | 1.14%      | 1.19%      | 1.20%      | 其他资产         | 989,259    | 829,642    | 905,798    | 981,236    | 1,055,747  |
| 实际所得税率         | 21.17%     | 19.79%     | 21.00%     | 20.00%     | 20.00%     | 生息资产         | 25,438,266 | 27,243,671 | 29,708,017 | 32,137,898 | 34,583,421 |
| <b>业绩年增长率</b>  |            |            |            |            |            | 资产合计         | 26,087,043 | 27,699,540 | 30,242,173 | 32,760,848 | 35,248,568 |
| 净利息收入          | 10.65%     | 9.66%      | 5.98%      | 4.32%      | 4.09%      | 存款           | 19,562,936 | 21,408,934 | 23,442,783 | 25,552,633 | 27,596,844 |
| 净手续费收入         | -3.69%     | 4.07%      | 9.20%      | 11.00%     | 10.00%     | 向央行借款        | 456        | 481        | 481        | 481        | 481        |
| 营业收入           | 7.49%      | 6.51%      | 10.13%     | 8.18%      | 7.17%      | 同业负债         | 2,752,887  | 2,329,296  | 2,399,175  | 2,447,158  | 2,496,102  |
| 营业支出           | 11.62%     | 13.25%     | 9.14%      | 9.38%      | 7.18%      | 发行债券         | 526,940    | 617,842    | 741,410    | 778,481    | 840,759    |
| 拨备前利润          | 9.14%      | 8.45%      | 8.77%      | 6.52%      | 6.16%      | 计息负债         | 22,843,219 | 24,356,553 | 26,583,849 | 28,778,753 | 30,934,186 |
| 利润总额           | 0.37%      | 2.13%      | 6.86%      | 3.30%      | 4.41%      | 负债合计         | 23,945,987 | 25,354,657 | 27,673,225 | 29,958,074 | 32,201,834 |
| 净利润            | 2.99%      | 3.92%      | 5.25%      | 4.61%      | 4.41%      | 股东权益合计       | 2,141,056  | 2,344,883  | 2,568,948  | 2,802,774  | 3,046,735  |
| 归母净利润          | 2.80%      | 4.06%      | 5.05%      | 4.48%      | 4.31%      | <b>资产质量</b>  |            |            |            |            |            |
| <b>盈利能力</b>    |            |            |            |            |            | 不良贷款余额       | 221,008    | 235,094    | 239,668    | 259,058    | 277,908    |
| ROAA           | 1.14%      | 1.11%      | 1.09%      | 1.04%      | 1.01%      | 不良贷款率        | 1.55%      | 1.52%      | 1.43%      | 1.42%      | 1.41%      |
| ROAE           | 14.35%     | 13.79%     | 13.08%     | 12.46%     | 11.91%     | 不良净生成率       | 0.62%      | 0.86%      | 0.67%      | 0.70%      | 0.70%      |
| RORWA          | 1.89%      | 1.81%      | 1.75%      | 1.69%      | 1.62%      | 拨备覆盖率        | 154%       | 176%       | 208%       | 234%       | 261%       |
| <b>资本状况</b>    |            |            |            |            |            | 拨贷比          | 2.39%      | 2.68%      | 2.96%      | 3.33%      | 3.68%      |
| 资本充足率          | 15.14%     | 15.39%     | 17.28%     | 18.84%     | 20.32%     | <b>流动性</b>   |            |            |            |            |            |
| 一级资本充足率        | 13.27%     | 13.45%     | 14.61%     | 15.53%     | 16.44%     | 存贷比          | 72.76%     | 72.03%     | 71.70%     | 71.37%     | 71.37%     |
| 核心一级资本充足率      | 12.77%     | 12.98%     | 13.15%     | 13.22%     | 13.35%     | 贷款/总资产       | 54.56%     | 55.67%     | 55.58%     | 55.67%     | 55.88%     |
| 加权风险资产         | 15,902,801 | 17,190,992 | 18,669,417 | 20,349,665 | 21,977,638 | 投资类资产/总资产    | 22.07%     | 24.39%     | 24.79%     | 24.72%     | 24.58%     |
| 风险加权系数         | 60.96%     | 62.06%     | 61.73%     | 62.12%     | 62.35%     | 同业资产/总资产     | 7.03%      | 6.12%      | 7.01%      | 6.80%      | 6.70%      |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008 年开始从事银行业研究，2018 年进入广发证券发展研究中心。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012 年开始从事银行业研究，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 万 思 华：资深分析师，厦门大学会计硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 王 先 爽：联系人，复旦大学金融学硕士，2016 年进入银行业研究，2018 年进入广发证券发展研究中心。
- 李 佳 鸣：联系人，南加州大学金融工程硕士，2019 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                             | 深圳市                               | 北京市                         | 上海市                                | 香港                         |
|------|---------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|------------------------------------|----------------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26 号广发证券大厦 35<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001 号太平金融大厦<br>31 层 | 北京市西城区月坛北<br>街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区世纪<br>大道 8 号国金中心一<br>期 16 楼 | 香港中环干诺道中 111<br>号永安中心 14 楼 |
| 邮政编码 | 510627                          | 518026                            | 100045                      | 200120                             | 1401-1410 室                |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn                  |                                   |                             |                                    |                            |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

- (1)广发证券在过去12个月内与工商银行(601398)公司有投资银行业务关系。
- (2)广发证券在过去12个月内与工商银行(01398)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。