工商银行（601398）

利润增速向好，不良显著改善

——工商银行 2019 年三季报点评

	邱冠华（分析师）	梁凤洁（研究助理）	袁梓芳（分析师）
	021-38676912	021-38031654	021-38676284
	qiuguanhua@gtjas.com	liangfengjie@gtjas.com	yuanzifang@gtjas.com
证书编号	S0880511010038	S0880118090058	S0880519060001

本报告导读：

三季报业绩略超市场预期，利润增速稳中向好，不良改善超出预期。国有银行龙头属性凸显，维持目标价 8.10 元，增持评级。

投资要点：

投资建议：利润增速稳中向好，不良改善超出预期。考虑利润控速影响，下调 19/20/21 年净利润增速预测至 5.17%(-1.22pc)/5.46%(-1.35 pc)/5.75%(新增预测)，对应 EPS0.87(-0.02)/0.90(-0.05)/0.96(新增预测)元，BVPS6.95/7.54/8.18 元，现价对应 0.86/0.79/0.73 倍 PB，6.91/6.62/6.25 倍 PE。维持目标价 8.10 元，对应 19 年 1.17 倍 PB，增持评级。

业绩概览：19Q1-3 归母净利润同比+5.0%，营收+12.1%，ROE(年化)14.3%，净息差 2.26%。不良率 1.44%，环比-4bp；拨备覆盖率 198%，环比+6pc。

新的认识：资产质量改善有望持续

- **利润增速稳中向好。**19Q1/H1/Q1-3 归母净利润同比+4.1%/4.7%/5.0%，利润增速平稳向上，归因成本拖累下降和营收增速降幅收窄。资产质量改善背景下，信用成本有望成为利润增速的下一个支撑点。
- **息差环比继续下降。**19Q1-3 净息差（累计日均口径）2.26%，环比 19H1 下降 3bp。推测核心原因在于存款成本上升和资产收益率下行。结构性存款新政推行后，预计存款压力将减轻，延缓息差下行速度。
- **不良改善超出预期。**19Q3 不良额环比下降 0.1%、不良率环比下降 4bp，不良已经连续两个季度双降，不良生成率环比、同比均改善，实为难得。拨备覆盖率继续提升 6pc 至 198%，风险抵补能力增强。

风险提示：经济失速、不良爆发。

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	726,502	773,789	851,146	933,456	1,010,653
（+/-）%	*7.49%*	*6.51%*	*10.00%*	*9.67%*	*8.27%*
拨备前利润	492,410	534,007	572,456	632,510	694,898
（+/-）%	*9.14%*	*8.45%*	*7.20%*	*10.49%*	*9.86%*
净利润	286,049	297,676	313,052	330,135	349,132
（+/-）%	*2.80%*	*4.06%*	*5.17%*	*5.46%*	*5.75%*
每股净收益（元）	0.79	0.82	0.87	0.90	0.96
每股净资产（元）	5.73	6.30	6.95	7.54	8.18

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净资产收益率（%）	14.35%	13.79%	13.07%	12.47%	12.18%
总资产收益率（%）	1.14%	1.11%	1.07%	1.04%	1.02%
风险加权资产收益率	1.80%	1.73%	1.75%	1.70%	1.66%
市盈率	7.57	7.27	6.91	6.62	6.25
市净率	1.04	0.95	0.86	0.79	0.73
股息率（%）	4.03%	4.19%	5.14%	5.42%	5.73%

每股净收益=（归母净利润-优先股股息）/普通股股本

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	**8.10**
上次预测：	8.10
当前价格：	5.98

2019.10.27

交易数据	
52 周内股价区间（元）	5.10-6.08
总市值（十亿元）	2,131
总股本/流通 A 股（十亿股）	356/270
流通 B 股/H 股（十亿股）	0/87
流通股比例	100%
日均成交量（十亿股）	0.15
日均成交值（十亿元）	0.83

资产负债表摘要	2018A
贷款总额（百万元）	15,419,905
存款余额（百万元）	21,408,934
股东权益（百万元）	2,344,883
贷存比（%）	0.71

EPS(元）	2018A	2019E
Q1	0.22	0.23
Q2	0.23	0.24
Q3	0.22	0.24
Q4	0.15	0.16
全年	0.82	0.87

52周内股价走势图

升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	5%	10%
相对指数	9%	4%	-4%

相关报告

《拨备前利润较快增长》2018.05.03

《息差持续回升，拨备新政受益》2018.03.28

模型更新时间：2019.10.27

股票研究

金融

商业银行

工商银行（601398）

评级:		**增持**
	上次评级:	增持
目标价格:		**8.10**
	上次预测:	8.10
当前价格:		5.98

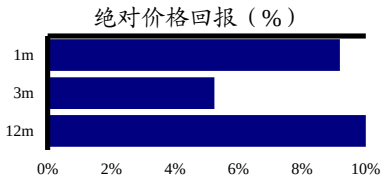
公司网址

www.icbc.com.cn\www.icbc-ltd.com

公司简介

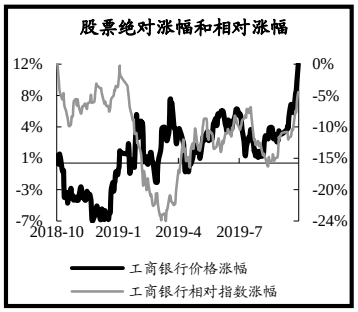
公司是中国最大的商业银行之一，经过持续努力和稳健发展，已经迈入世界领先大银行行列，拥有优质的客户基础、多元的业务结构、强劲的创新能力和市场竞争力，向全球公司客户和个人客户提供广泛的金融产品和服务。

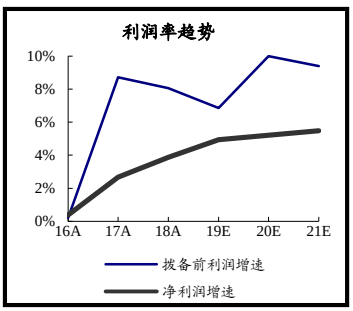
始终聚焦主业，坚持服务实体经济的本源，与实体经济共荣共存、共担风雨、共同成长；始终坚持风险为本，牢牢守住底线，将控制和化解风险作为不二铁律；始终坚持对商业银行经营规律的把握与遵循，致力于打造“百年老店”；始终坚持稳中求进、创新求进，持续深化大零售、大资管、大投行以及国际化和综合化战略，和相拥互联网；始终

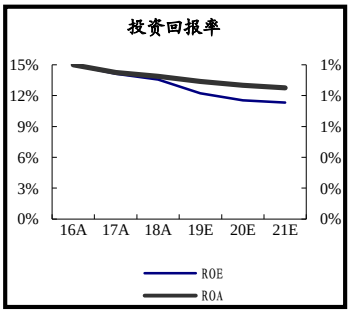


52 周价格范围	5.10-6.08
市值（十亿）	2,131

财务预测(单位：百万元)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表						
净利息收入	471,846	522,078	572,518	604,669	653,376	702,565
净手续费收入	144,973	139,625	145,301	156,925	172,618	189,879
其他非息收入	59,072	64,799	55,970	89,552	107,462	118,209
营业收入	**675,891**	**726,502**	**773,789**	**851,146**	**933,456**	**1,010,653**
税金及附加	-17,319	-7,465	-7,781	-7,549	-8,133	-8,731
业务及管理费	-175,156	-177,723	-185,041	-195,764	-210,028	-217,290
营业外净收入	2,964	2,799	1,226	1,226	1,226	1,226
拨备前利润	**451,173**	**492,410**	**534,007**	**572,456**	**632,510**	**694,898**
资产减值损失	-87,894	-127,769	-161,594	-183,032	-223,356	-262,200
税前利润	**363,279**	**364,641**	**372,413**	**389,425**	**409,154**	**432,698**
所得税	-84,173	-77,190	-73,690	-75,159	-77,739	-82,213
税后利润	**279,106**	**287,451**	**298,723**	**314,266**	**331,415**	**350,486**
归属母公司净利润	**278,249**	**286,049**	**297,676**	**313,052**	**330,135**	**349,132**
归属母公司普通股股东净利润	**273,799**	**281,612**	**293,170**	**308,546**	**322,069**	**341,066**
资产负债表						
存放央行	3,350,788	3,613,872	3,372,576	3,412,643	3,685,654	3,980,507
同业资产	1,553,100	1,834,242	1,696,498	1,978,017	2,136,259	2,307,159
贷款总额	13,056,846	14,233,448	15,419,905	16,807,696	18,152,312	19,604,497
贷款减值准备	-289,512	-340,482	-412,731	-489,883	-597,692	-730,928
贷款净额	12,767,334	13,892,966	15,046,132	16,317,813	17,554,620	18,873,570
证券投资	5,481,174	5,756,704	6,754,692	7,588,078	8,274,294	9,029,844
其他资产	984,869	989,259	829,642	1,246,142	1,346,282	1,454,333
资产合计	**24,137,265**	**26,087,043**	**27,699,540**	**30,542,693**	**32,997,109**	**35,645,413**
同业负债	2,606,650	2,753,343	2,329,777	2,411,035	2,603,918	2,812,231
存款余额	17,825,302	19,562,936	21,408,934	23,549,827	25,433,814	27,468,519
应付债券	357,937	526,940	617,842	741,410	815,551	897,107
其他负债	1,366,213	1,102,768	998,104	1,112,595	1,202,220	1,299,077
负债合计	**22,156,102**	**23,945,987**	**25,354,657**	**27,814,868**	**30,055,503**	**32,476,934**
股东权益合计	**1,981,163**	**2,141,056**	**2,344,883**	**2,727,826**	**2,941,606**	**3,168,479**
业绩增长						
净利息收入增速	-7.09%	10.65%	9.66%	5.62%	8.06%	7.53%
净手续费增速	1.10%	-3.69%	4.07%	8.00%	10.00%	10.00%
净非息收入增速	7.52%	0.19%	-1.54%	22.46%	13.63%	10.00%
拨备前利润增速	0.21%	9.14%	8.45%	7.20%	10.49%	9.86%
归属母公司净利润增速	0.40%	2.80%	4.06%	5.17%	5.46%	5.75%
盈利能力						
ROAE	15.24%	14.35%	13.79%	13.07%	12.47%	12.18%
ROAA	1.20%	1.14%	1.11%	1.07%	1.04%	1.02%
RORWA	1.91%	1.80%	1.73%	1.75%	1.70%	1.66%
生息率	3.62%	3.67%	3.81%	3.59%	3.55%	3.52%
付息率	1.60%	1.57%	1.65%	1.64%	1.61%	1.60%
净利差	2.02%	2.10%	2.16%	1.95%	1.94%	1.92%
净息差	2.16%	2.22%	2.30%	2.12%	2.11%	2.09%
成本收入比	25.91%	24.46%	23.91%	23.00%	22.50%	21.50%
资本状况						
资本充足率	14.61%	15.14%	15.39%	18.14%	17.94%	17.74%
核心资本充足率	13.42%	13.27%	13.45%	14.42%	14.40%	14.37%
风险加权系数	60.34%	60.96%	62.06%	61.18%	61.18%	61.18%
股息支付率	30.01%	30.00%	30.00%	35.00%	35.00%	35.00%
资产质量						
不良贷款余额	211,801	220,988	235,084	239,005	263,447	287,769
不良贷款净生成率	0.89%	0.62%	0.86%	0.62%	0.70%	0.70%
不良贷款率	1.62%	1.55%	1.52%	1.42%	1.45%	1.47%
拨备覆盖率	137%	154%	176%	205%	227%	254%
拨贷比	2.22%	2.39%	2.68%	2.91%	3.29%	3.73%
流动性						
贷存比	73.25%	72.76%	72.03%	71.37%	71.37%	71.37%
贷款/总资产	54.09%	54.56%	55.67%	55.03%	55.01%	55.00%
平均生息资产/平均总资产	97.36%	97.32%	97.95%	97.92%	97.63%	97.86%
每股指标						
EPS	0.77	0.79	0.82	0.87	0.90	0.96
BVPS	5.29	5.73	6.30	6.95	7.54	8.18
每股股利	0.23	0.24	0.25	0.31	0.32	0.34
估值指标						
P/E	7.78	7.57	7.27	6.91	6.62	6.25
P/B	1.13	1.04	0.95	0.86	0.79	0.73
P/PPOP	4.72	4.33	3.99	3.72	3.37	3.07
股息收益率	3.92%	4.03%	4.19%	5.14%	5.42%	5.73%







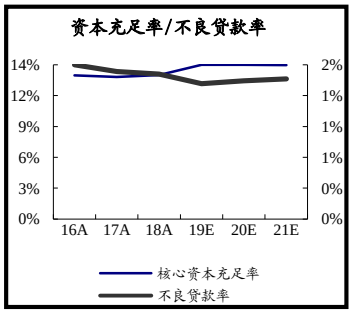


表 1：工商银行 2019 年三季报数据概览

单位：百万元	19Q3	18Q3	YoY(%)	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	QoQ(%)
拨备前利润	**450,910**	**413,456**	**9.1%**	**120,551**	**161,841**	**146,548**	**142,521**	**-2.7%**
母公司净利润	**251,712**	**239,627**	**5.0%**	**58,049**	**82,005**	**85,926**	**83,781**	**-2.5%**
EPS（未年化）	**0.71**	**0.67**		**0.16**	**0.23**	**0.24**	**0.24**	
BVPS（未年化）	**6.79**	**6.12**		**6.30**	**6.53**	**6.53**	**6.79**	
营业收入	**646,942**	**577,055**	**12.1%**	**196,734**	**235,501**	**207,414**	**204,027**	**-1.6%**
同比增速	12.11%	7.71%		3.15%	19.42%	9.02%	7.61%	-1.4pc
利息净收入	**453,146**	**423,630**	**7.0%**	**148,888**	**148,190**	**151,111**	**153,845**	**1.8%**
生息资产（期初期末平均）	**28,517,368**	**26,462,656**	**7.8%**	**27,365,359**	**27,920,075**	**28,994,864**	**29,592,157**	**2.1%**
净息差（期初期末口径）	2.12%	2.13%	-2bp	2.18%	2.12%	2.08%	2.08%	-1bp
净息差（日均余额口径）	2.26%	2.30%	-4bp	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
非利息净收入	**193,796**	**153,425**	**26.3%**	**47,846**	**87,311**	**56,303**	**50,182**	**-10.9%**
手续费净收入	124,635	113,739	9.6%	31,562	46,136	42,365	36,134	**-14.7%**
其他非息收入	69,161	39,686	74.3%	16,284	41,175	13,938	14,048	**0.8%**
业务及管理费	**129,426**	**121,597**	**6.4%**	**63,444**	**38,646**	**44,234**	**46,546**	**5.2%**
成本收入比	20.01%	21.07%	-1.1pc	32.25%	16.41%	21.33%	22.81%	1.5pc
资产拨备支出	**137,756**	**116,933**	**17.8%**	**44,661**	**58,274**	**40,906**	**38,576**	**-5.7%**
信贷拨备支出	n.a	n.a	**n.a**	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
信用成本	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税费用	**60,466**	**56,403**	**7.2%**	**17,287**	**20,877**	**19,642**	**19,947**	**1.6%**
有效税率	19.31%	19.02%	0.3pc	22.78%	20.16%	18.59%	19.19%	0.6pc
规模指标：								
总资产	30,426,381	28,198,135	7.9%	27,699,540	29,246,572	29,990,476	30,426,381	1.5%
生息资产余额	29,791,064	27,487,046	8.4%	27,243,671	28,596,479	29,393,249	29,791,064	1.4%
其中：贷款净额	16,234,535	14,860,753	9.2%	15,046,132	15,529,602	15,854,208	16,234,535	2.4%
同业资产	2,289,265	1,949,537	17.4%	1,696,498	1,944,976	1,909,816	2,289,265	19.9%
债券投资	7,454,996	6,552,801	13.8%	6,754,692	7,121,616	7,219,097	7,454,996	3.3%
总负债	27,755,753	25,917,274	7.1%	25,354,657	26,817,619	27,561,581	27,755,753	0.7%
付息负债余额	26,538,300	24,511,169	8.3%	24,356,553	25,592,231	26,368,425	26,538,300	0.6%
其中：吸收存款	23,368,159	21,307,707	9.7%	21,408,934	22,574,651	23,125,437	23,368,159	1.0%
同业负债	2,420,480	2,597,886	-6.8%	2,329,777	2,324,394	2,467,578	2,420,480	-1.9%
发行债券	749,661	605,576	23.8%	617,842	693,186	775,410	749,661	-3.3%
所有者权益	2,654,896	2,266,963	17.1%	2,330,001	2,413,627	2,413,376	2,654,896	10.0%
总股本	356,407	356,407	0.0%	356,407	356,407	356,407	356,407	0.0%
重点关注：不良贷款	239,785	234,042	2.5%	235,084	240,282	240,086	239,785	-0.1%
不良率	1.44%	1.53%	-9bp	1.52%	1.51%	1.48%	1.44%	-4bp
关注贷款	n.a	n.a	n.a	450,930	n.a	440,979	n.a	n.a
关注率	n.a	n.a	n.a	2.92%	n.a	2.71%	n.a	n.a
逾期贷款	n.a	n.a	n.a	269,932	n.a	273,242	n.a	n.a
逾期率	n.a	n.a	n.a	1.75%	n.a	1.68%	n.a	n.a
不良生成额	70,521	91,294	-22.8%	31,580	25,326	23,726	21,469	-9.5%
不良生成率	0.61%	0.86%	-25bp	0.83%	0.66%	0.60%	0.53%	-7bp
拨备覆盖率	198.09%	172.45%	25.6pc	175.76%	185.85%	192.02%	198.09%	6.1pc
拨贷比	2.85%	2.64%	21bp	2.68%	2.80%	2.83%	2.85%	2bp
资本充足率	16.65%	14.81%	184bp	15.39%	15.49%	15.75%	16.65%	90bp
核心一级资本充足率	12.93%	12.48%	45bp	12.98%	12.84%	12.74%	12.93%	19bp
ROE（年化）	14.3%	15.2%	-0.9pc	10.1%	13.8%	14.2%	13.2%	-1.0pc

数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闸路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）83939888

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com