

工商银行 (1398 HK)

盈利能力稳定回复

- ❖ **2018年二季度业绩表现稳固，拨备政策维持审慎。** 工行2018年上半年净利润为1,604亿元人民币，同比增长4.9%，占我们全年预测的53%。净利息收入的强劲增长（同比增长9.0%）和手续费收入的回升（同比增长5.4%）推动二季度单季拨备前利润同比增长7.3%。经营成本基本持平，成本收入比同比下降1.2个百分点至23.6%，为行业最低水平，反映出该行卓越的成本效率。工行依然维持了较为审慎的拨备原则，减值损失同比增长38.1%。净利润增长得益于所得税的下降（同比下降30.2%），可能是由于政府债券投资增加带来的免税效应。
- ❖ **净息差环比持平，显示风险偏好较低。** 根据我们的测算，工行2018年二季度净息差环比稳定在2.30%（建行下降两个基点，农行/中行上升4个/5个基点）。上半年的贷款收益率因定价提升，同比上涨20个基点，而存款成本受惠于该行强大的存款优势，并没有发生变化。不过，由于近半新增贷款为按揭贷款，资产收益率环比整体持平。这反映出在宏观不确定性背景下，银行风险偏好降低。此外，由于银行间利率在二季度大幅回落，工行作为净拆出方的盈利能力有所减弱。
- ❖ **资产质量展望趋稳。** 二季度末，工行的不良贷款率环比持平，至1.54%；拨备覆盖率下降1.3个百分点至173.2%。工行一直保持着审慎的不良贷款确认策略，不良贷款对90天以上逾期贷款比率为126.6%。作为不良贷款的前瞻性指标，关注类贷款和逾期贷款比率上半年分别下降了72个基点和20个基点。
- ❖ **资本状况良好。** 工行的核心一级资本充足率和资本充足率二季度分别下降31个基点和37个基点至12.33%和14.73%，主要是由于当季派发了现金股息。工行的资本比率仍然维持行业第二高水平，仅次于建行。工行昨日公告，建议发行1,000亿元人民币优先股，这将能令该行一级资本充足率提升60个基点。
- ❖ **维持买入评级。** 工行目前的估值相当于2018年预测市账率0.79倍，股息率5.1%。我们基于GGM模型给予公司的目标价为7.60港元，对应2019年预测每股净资产6.98元人民币及0.94倍预测市账率。我们的主要估值假设包括调整ROE 13.8%，COE 14.5%以及长期增长率3.0%。
- ❖ **主要风险：**1) 宏观经济弱于预期；2) 零售业务竞争加剧；3) 作为最大的国有银行，需要肩负更重大的社会责任。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业收入(百万元人民币)	641,681	675,654	757,075	816,904	878,090
净利润(百万元人民币)	278,249	286,049	302,666	329,699	365,246
每股盈利(元人民币)	0.77	0.79	0.84	0.91	1.01
每股盈利变动(%)	(0.5)	2.9	5.9	9.1	10.9
市帐率(x)	0.94	0.87	0.79	0.71	0.65
市盈率(x)	6.49	6.31	5.96	5.47	4.93
股息率(%)	4.70	4.83	5.11	5.56	6.16
权益收益率(%)	1.18	1.12	1.10	1.11	1.14
不良贷款率(%)	1.62	1.55	1.50	1.48	1.46
拨备覆盖率(%)	136.69	154.07	180.79	202.63	216.85

资料来源：公司及招银国际研究部预测

买入 (维持)

目标价	HK\$7.60
(此目前目标价)	HK\$7.60
潜在升幅	31.0%
当前股价	HK\$5.80

孙明, CFA

电话: (852) 3900 0836

邮件: terrysun@cmbi.com.hk

隋晓萌

电话: (852) 3761 8775

邮件: suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国银行业

市值(百万港元)	2,177,299
3月平均流通量(百万港元)	1,447.55
52周内股价高/低(港元)	7.64/4.83
总股本(百万)	356,407.0

资料来源: 彭博

股东结构

中央汇金	34.71%
财政部	34.60%
全国社会保障基金理事会	2.43%

资料来源: 公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.9%	2.0%
3-月	-9.7%	-3.2%
6-月	-13.2%	-5.7%

资料来源: 彭博

股价表现



资料来源: 彭博

审计师: 毕马威

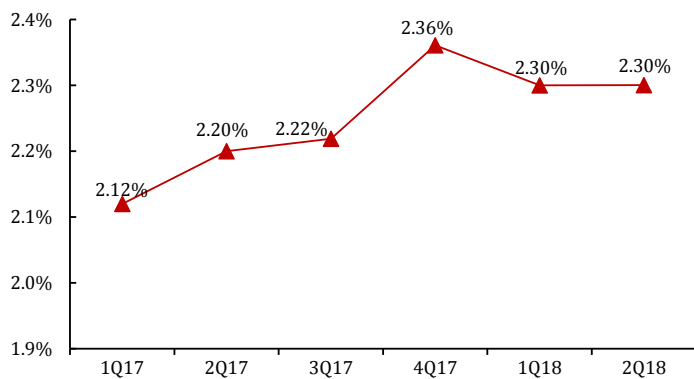
公司网站: www.icbc.com.cn

图 1: 工行上半年业绩概要

(百万元人民币)						
损益表	1H17	1H18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
净利息收入	250,922	277,616	10.6%	137,012	140,604	2.6%
净手续费及佣金收入	76,670	79,260	3.4%	41,613	37,647	-9.5%
营业收入	336,739	361,302	7.3%	183,185	178,117	-2.8%
营业支出	(80,270)	(81,958)	2.1%	(39,998)	(41,960)	4.9%
拨备前利润	256,469	279,344	8.9%	143,187	136,157	-4.9%
减值拨备	(61,343)	(83,458)	36.1%	(42,258)	(41,200)	-2.5%
经营利润	195,126	195,886	0.4%	100,929	94,957	-5.9%
所得税	(42,811)	(36,559)	-14.6%	(22,577)	(13,982)	-38.1%
净利润	152,995	160,442	4.9%	78,802	81,640	3.6%
资产负债表	2Q17	2Q18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
贷款总额	13,549,396	14,934,137	10.2%	14,568,014	14,934,137	2.5%
客户存款	19,021,171	20,818,042	9.4%	20,197,826	20,818,042	3.1%
总资产	25,514,046	27,303,080	7.0%	26,493,781	27,303,080	3.1%
不良贷款余额	217,072	229,976	5.9%	225,023	229,976	2.2%
主要比率	2Q17	2Q18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
净资产回报率	15.9%	15.6%	-0.3%	15.3%	15.6%	0.4%
不良贷款率	1.6%	1.5%	0.0%	1.5%	1.5%	0.0%
拨备覆盖率	145.8%	173.2%	27.4%	174.5%	173.2%	-1.3%
拨贷比	72.9%	71.7%	-1.2%	72.1%	71.7%	-0.4%
核心一级资本充足率	12.7%	12.3%	-0.3%	12.6%	12.3%	-0.3%

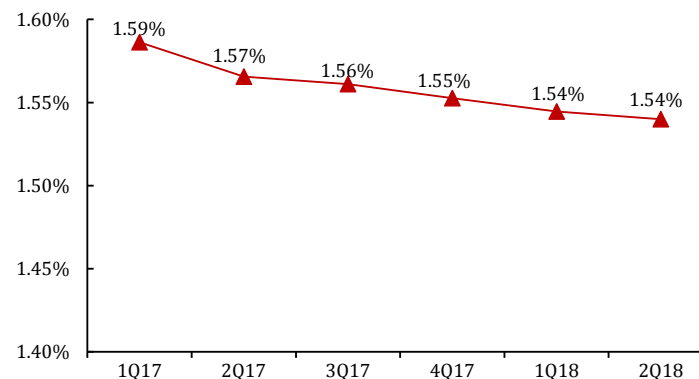
资料来源: 公司、招银国际证券

图 2: 工行单季净息差走势



资料来源: 公司、招银国际证券

图 3: 工行不良贷款率走势



资料来源: 公司、招银国际证券

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
利息收入	791,480	861,594	974,149	1,057,976	1,145,785
利息支出	(319,634)	(339,516)	(374,838)	(403,151)	(434,218)
净利息收入	471,846	522,078	599,311	654,825	711,567
净手续费及佣金收入	144,973	139,625	143,814	148,128	152,572
其他净收益和收入	24,862	13,951	13,951	13,951	13,951
营业收入	641,681	675,654	757,075	816,904	878,090
营业费用	(193,112)	(186,194)	(213,082)	(231,412)	(250,698)
扣除减值损失前的营业利润	448,569	489,460	543,993	585,492	627,392
资产减值损失	(87,894)	(127,769)	(161,223)	(168,430)	(165,237)
营业利润	360,675	361,691	382,770	417,062	462,155
联营企业及合营企业投资净收益	2,604	2,950	2,950	2,950	2,950
税前利润	363,279	364,641	385,720	420,012	465,105
所得税费用	(84,173)	(77,190)	(81,652)	(88,911)	(98,457)
年度利润	279,106	287,451	304,068	331,101	366,648
非控制性权益	(857)	(1,402)	(1,402)	(1,402)	(1,402)
净利润	278,249	286,049	302,666	329,699	365,246

来源：公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
存放中央银行款项	3,266,216	3,529,300	3,803,997	4,091,003	4,401,454
同业资产	1,553,100	1,834,242	1,925,954	2,022,252	2,123,364
金融投资	5,481,174	5,756,704	6,129,239	6,642,372	7,200,925
贷款和垫款净额	12,767,334	13,892,966	15,023,409	16,252,888	17,604,071
其他资产	1,069,441	1,073,831	1,243,416	1,374,440	1,499,687
总资产	24,137,265	26,087,043	28,126,015	30,382,955	32,829,502
向中央银行借款	545	456	593	771	1,002
同业负债	2,824,532	3,013,161	3,150,543	3,354,920	3,578,885
客户存款	17,825,302	19,226,349	20,764,457	22,425,613	24,219,663
已发行债券	357,937	526,940	579,940	629,940	679,940
其他负债	1,147,786	1,179,081	1,277,020	1,383,788	1,500,189
总负债	22,156,102	23,945,987	25,772,553	27,795,032	29,979,678
本行股东应享权益	1,969,751	2,127,491	2,339,897	2,574,359	2,836,258
非控制性权益	11,412	13,565	13,565	13,565	13,565
总权益	1,981,163	2,141,056	2,353,462	2,587,924	2,849,823

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入结构					
净利息收入	73.5%	77.3%	79.2%	80.2%	81.0%
净手续费及佣金收入	22.6%	20.7%	19.0%	18.1%	17.4%
其他净收益和收入	3.9%	2.1%	1.8%	1.7%	1.6%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
净利息收入	-7.1%	10.6%	14.8%	9.3%	8.7%
净手续费及佣金收入	1.1%	-3.7%	3.0%	3.0%	3.0%
营业收入	-4.0%	5.3%	12.1%	7.9%	7.5%
营业费用	-12.6%	-3.6%	14.4%	8.6%	8.3%
拨备前利润	0.1%	9.1%	11.1%	7.6%	7.2%
净利润	0.4%	2.8%	5.8%	8.9%	10.8%
资产质量					
不良贷款率	1.62%	1.55%	1.51%	1.49%	1.47%
不良贷款拨备覆盖率	136.69%	154.07%	180.32%	202.07%	216.25%
拨贷比	2.22%	2.39%	2.72%	3.00%	3.17%
信贷成本	0.69%	0.92%	1.06%	1.02%	0.92%
资本充足率					
核心一级资本充足率	12.87%	12.77%	13.16%	13.44%	13.75%
一级资本充足率	13.42%	13.27%	13.66%	13.91%	14.18%
资本充足率	14.61%	15.14%	15.31%	15.44%	15.60%
回报率					
平均总资产收益率	1.18%	1.12%	1.10%	1.11%	1.14%
平均净资产收益率	15.24%	14.35%	13.89%	13.72%	13.78%
每股数据					
每股利润（元人民币）	0.77	0.79	0.84	0.91	1.01
每股股息（元人民币）	0.234	0.241	0.255	0.278	0.307
每股账面值（元人民币）	5.29	5.73	6.32	6.98	7.72

来源：公司及招银国际研究部预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45&46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。