

601398.SH

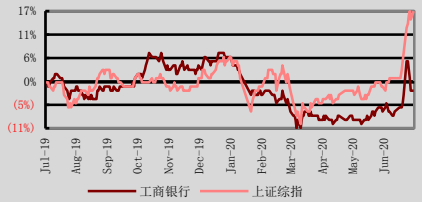
买入

原评级: 买入
市场价格:人民币 5.21
板块评级:强于大市

本报告要点

- 龙头大行，综合化布局领先

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(8.1)	5.1	7.5	(2.4)
相对上证指数	(19.7)	(12.9)	(16.2)	(19.9)

发行股数(百万)	356,406
流通股(%)	76
总市值(人民币 百万)	1,856,877
3 个月日均交易额(人民币 百万)	987
资本充足率(%)(2020Q1)	16.5
主要股东(%)	
中央汇金投资有限责任公司	35

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 7 月 13 日收市价为标准

相关研究报告

《工商银行》 20200429
《工商银行》 20200329
《工商银行》 20181031

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行：银行

证券分析师： 励雅敏
(8621)20328568
yamin.li@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

证券分析师： 林颖颖
(8621)20328595
yingying.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

工商银行

龙头大行，综合化布局领先

工商银行作为国内龙头大行，业务布局更为均衡，持续深化大零售、大资管、大投行以及国际化和综合化战略。经过多年深耕，在零售贷款、理财业务、信用卡贷款等众多领域形成优势。公司基本面稳健，盈利能力稳定，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **国内龙头大行，综合化经营稳步推进。**工商银行作为国内龙头大行，在综合化平台和科技方面较同业竞争优势明显，目前在金融领域的布局已形成涵盖信托、证券、保险、基金、资管、租赁等多个金融子领域的金融控股集团，协同效应逐渐凸显，有利于业务轻型化转型及盈利能力的提升。2019 年末公司非保本理财产品余额达 2.64 万亿，为行业领先，我们认为随着理财子公司的开业，公司理财业务收入贡献有望进一步提升。
- **大零售布局积极推进，零售业务收入占比提升。**公司积极推动“大零售”业务布局，经过多年深耕，在零售贷款、理财业务、信用卡贷款等众多领域形成优势。零售条线对公司业绩贡献度进一步提升，2019 年零售金融业务收入/税前利润占比分别达 40%/39%。2019 年末，零售金融资产总额达 14.6 万亿元，零售存贷款分别同比增长 11.0%/13.3%；零售客户达 6.50 亿户，增加 4,329 万户。公司打造“E-ICBC”互联网金融体系，未来线下网点优势和线上拓展将进一步融合，助力零售业务的发展。
- **风控到位，资产质量稳健。**工行资产质量表现稳健，2020 年 1 季末不良率环比 2019 年末持平为 1.43%。尽管 1 季度受疫情影响不良生成率环比上行 24BP 至 1.15%，但不良生成水平绝对仍优于行业平均。考虑到公司严格的风控、客户基础优异，我们认为公司资产质量风险可控。

估值

- 考虑到资产端收益率下行压力以及宏观经济的不确定性，我们小幅下调公司 2020/2021 年 EPS 至 0.90/0.93 元（原为 0.91/0.96 元），对应净利润增速为 2.4%/3.9%（原为 4.9%/5.1%），目前股价对应 2020/2021 年市净率为 0.69/0.64x。考虑到工行综合化布局领先，资产端零售和对公优质资源丰富，资产质量稳健，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 疫情反复使得资产质量恶化超预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日 (人民币 百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入-扣除其他成本	725,603	776,252	812,686	859,284	911,816
变动(%)	7.53	6.98	4.69	5.73	6.11
净利润	297,676	312,224	319,582	331,954	346,382
变动(%)	4.1	4.9	2.4	3.9	4.3
净资产收益率(%)	13.89	13.2	12.4	11.8	11.4
每股收益(元)	0.84	0.88	0.90	0.93	0.97
原预测			0.91	0.96	1.01
变动			(1.1)	(3.1)	(4.0)
市盈率(倍)	6.25	5.96	5.82	5.60	5.37
市净率(倍)	0.83	0.75	0.69	0.64	0.59

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表(人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (RMB)					
EPS（摊薄/元）	0.84	0.88	0.90	0.93	0.97
BVPS（摊薄/元）	6.30	6.93	7.57	8.22	8.90
每股股利	0.25	0.26	0.27	0.28	0.29
分红率(%)	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	15,459	16,805	18,402	20,150	22,064
证券投资	6,826	7,715	8,873	10,204	11,734
应收金融机构的款项	1,696	1,888	1,888	1,888	1,888
生息资产总额	26,941	29,247	32,193	35,491	39,171
资产合计	27,700	30,109	33,142	36,537	40,325
客户存款	21,409	22,978	24,816	26,801	28,945
计息负债总额	24,357	26,251	28,581	31,131	33,924
负债合计	25,355	27,417	30,221	33,383	36,927
股本	356	356	356	356	356
股东权益合计	2,330	2,676	2,903	3,135	3,378
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	572.52	606.93	634.02	669.08	709.25
净手续费及佣金收入	145.30	155.60	164.94	176.48	188.84
营业收入	725.60	776.25	812.69	859.28	911.82
营业税金及附加	(7.78)	(7.68)	(8.04)	(8.50)	(9.02)
拨备前利润	534.01	570.75	597.48	631.67	670.21
计提拨备	(161.59)	(178.96	(196.46)	(215.12	(235.56
税前利润	372.41	391.79	401.02	416.55	434.65
净利润	297.68	312.22	319.58	331.95	346.38
资产质量					
NPL ratio(%)	1.52	1.43	1.50	1.50	1.50
NPLs	235.08	240.19	276.03	302.25	330.96
拨备覆盖率(%)	176	199	200	205	210
拨贷比(%)	2.67	2.85	3.00	3.08	3.15
一般准备/风险加权资(%)	2.40	2.57	2.69	2.74	2.78
不良贷款生成率(%)	0.69	0.73	0.90	0.90	0.90
不良贷款核销率(%)	(0.60)	(0.70)	(0.70)	(0.76)	(0.76)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理（%）					
贷款增长率	8.61	8.71	9.50	9.50	9.50
生息资产增长率	6.97	8.56	10.07	10.24	10.37
总资产增长率	6.18	8.70	10.07	10.24	10.37
存款增长率	11.35	7.33	8.00	8.00	8.00
付息负债增长率	8.22	7.78	8.87	8.92	8.97
净利息收入增长率	9.66	6.01	4.46	5.53	6.00
手续费及佣金净收入增长率	4.07	7.09	6.00	7.00	7.00
营业收入增长率	7.53	6.98	4.69	5.73	6.11
拨备前利润增长率	8.45	6.88	4.68	5.72	6.10
税前利润增长率	2.13	5.20	2.36	3.87	4.35
净利润增长率	4.06	4.89	2.36	3.87	4.35
非息收入占比	20.02	20.05	20.30	20.54	20.71
成本收入比	25.50	25.64	25.64	25.64	25.64
信贷成本	1.09	1.11	1.12	1.12	1.12
所得税率	19.79	20.02	20.02	20.02	20.02
盈利能力（%）					
NIM	2.30	2.24	2.14	2.05	1.97
拨备前 ROAA	1.99	1.97	1.89	1.81	1.74
拨备前 ROAE	23.96	22.80	21.42	20.92	20.58
ROAA	1.11	1.08	1.01	0.95	0.90
ROAE	13.89	13.25	12.37	11.80	11.35
流动性（%）					
分红率	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
贷存比	72.21	73.14	74.15	75.18	76.23
贷款/总资产	55.81	55.81	55.52	55.15	54.72
债券投资/总资产	24.64	25.62	26.77	27.93	29.10
银行同业/总资产	6.12	6.27	5.70	5.17	4.68
资本状况					
核心一级资本充足率 2	12.98	13.20	13.03	12.85	12.61
资本充足率	15.39	16.77	16.26	15.78	15.26
加权风险资产--一般法	17,19	18,617	20,568	22,676	25,027
% RWA/总资产(%)	62.06	62.06	62.06	62.06	62.06

资料来源：公司公告，中银证券预测