

中國工商銀行 (1398 HK)

業績符合預期；手續費收入及存款增速是亮點

8月29日，工商銀行公布2019年上半年業績，淨利潤同比增長4.7%至1,679億元人民幣，占我們/市場一致預期全年淨利潤預測的53.7%/54.4%。二季度撥備前利潤同比增長7.1%，主要由於淨利息收入（同比增長7.5%）和淨手續費收入的強勁增長（同比增長12.5%）。減值撥備同比持平，抵消了去年二季度低基數因素導致的所得稅增長帶來的負面影響。單季淨利潤同比增速由一季度的4.1%提升至二季度的5.2%。工行將於9月3-4日在北京舉辦業績會及反向路演。

■ **業績正面因素：**1) 上半年淨手續費收入同比增長11.7%，主要由結算清算及擔保承諾類業務收入拉動。工行的非息收入占比因此由2018年的24%提升至21%。2) **存款增速強勁，較年初增長8.0%**，為大行中最高增速，同時也高於該行貸款的同期增速5.5%。貸存比環比下降1.7個百分點至70.4%。3) **資產質量持續改善**，二季度不良貸款率環比下降3個基點至1.48%，撥備覆蓋率則上升6.2個百分點至192%。逾期貸款及關注類貸款占比同樣下降7個基點及21個基點，至1.68%及2.71%。4) **風險加權資產密度下降**，二季度風險加權資產環比增速（0.7%）明顯低於總資產增速（2.5%），可能由於零售貸款投放速度高於對公貸款。

■ **業績負面因素：**1) 二季度淨息差環比收縮4個基點至2.27%，與其他大行水平相若。由於存款成本增長，上半年負債成本較去年下半年上升10個基點，抵消了資產收益率同比5個基點的增長。不過，上半年淨息差同比僅下降一個基點，明顯好於建設銀行（939 HK，買入）同比下降7個基點的表現。2) 二季度成本收入比同比增長0.6個百分點，可能由於在科技方面的投入增加。3) 上半年年化ROE下降0.8個百分點至14.7%，主要由於盈利增速放緩。

■ **維持「買入」評級，下調目標價至6.9港元。**工商銀行目前的估值為0.63倍2019年預測市帳率，較其五年歷史平均值0.7倍低10%。我們維持盈利預測不變，但將目標價由7.6港元下調至6.9港元，主要由於我們將可持續ROE假設下調至12.8%，並將權益成本（COE）假設提升至14.0%以及將港元對人民幣匯率假設調整至0.897。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	675,654	725,121	784,157	835,013	891,201
淨利潤(百萬元人民幣)	286,049	297,676	312,748	331,633	353,197
每股盈利(元人民幣)	0.79	0.82	0.86	0.92	0.98
每股盈利變動(%)	2.9	4.1	5.1	6.1	6.6
市盈率(倍)	5.6	5.3	5.1	4.8	4.5
市帳率(倍)	0.77	0.70	0.63	0.58	0.53
股息率(%)	5.5	5.7	6.0	6.4	6.8
權益收益率(%)	14.3	13.7	13.1	12.6	12.3
不良貸款率(%)	1.55	1.52	1.56	1.59	1.57
撥備覆蓋率(%)	154	176	197	214	234

資料來源：公司、招銀國際證券

買入（維持）

目標價	HK\$ 6.90
(此前目標價)	HK\$ 7.60
潛在升幅	+41.1%
當前股價	HK\$ 4.89

中國銀行業

孫明，CFA

(852) 3900 0836
terrysun@cmbi.com.hk

隋曉萌

(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元)	2,028,566
3月平均流通量(百萬元)	1,283.41
52周內股價高/低(港元)	6.19/4.81
總股本(百萬)	86,794 (H)
	269,612 (A)

資料來源：彭博

股東結構

中央匯金	34.71%
財政部	34.60%
平安人壽	1.03%

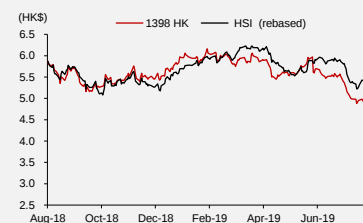
資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-11.4%	-1.8%
3-月	-11.7%	-5.6%
6-月	-19.0%	-9.5%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

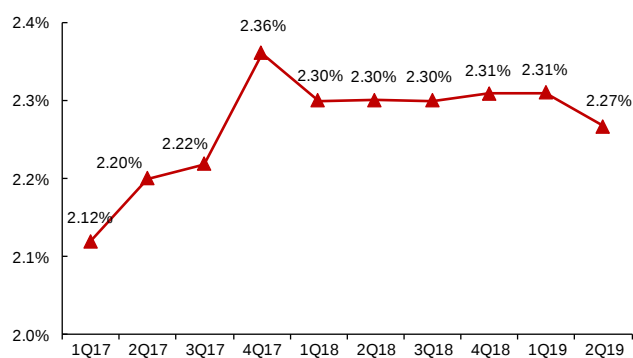
審計師：畢馬威

圖 1: 工商銀行 2019 年上半年業績概要

(百萬元人民幣)						
損益表	1H18	1H19	YoY	2Q18	2Q19	YoY
淨利息收入	277,616	299,301	7.8%	140,604	151,111	7.5%
淨手續費及佣金收入	79,260	88,501	11.7%	37,647	42,365	12.5%
經營收入	361,302	394,203	9.1%	178,117	192,385	8.0%
經營支出	(81,958)	(87,154)	6.3%	(41,960)	(46,540)	10.9%
撥備前利潤	279,344	307,049	9.9%	136,157	145,845	7.1%
減值撥備	(83,458)	(99,180)	18.8%	(41,200)	(40,906)	-0.7%
稅前利潤	195,886	207,869	6.1%	94,957	104,939	10.5%
所得稅	(36,559)	(40,519)	10.8%	(13,982)	(19,642)	40.5%
淨利潤	160,442	167,931	4.7%	81,640	85,926	5.2%
資產負債表	4Q18	2Q19	HoH	1Q19	2Q19	QoQ
貸款總額	15,419,905	16,271,224	5.5%	15,932,402	16,271,224	2.1%
存款總額	21,408,934	23,125,437	8.0%	22,574,651	23,125,437	2.4%
總資產	27,699,540	29,990,476	8.3%	29,246,572	29,990,476	2.5%
不良貸款餘額	235,084	240,086	2.1%	240,282	240,086	-0.1%
關鍵指標	1H18	1H19	YoY	1Q19	2Q19	QoQ
淨息差	2.30%	2.29%	-1bp	2.31%	2.27%	-4bp
淨資產回報率	15.5%	14.7%	-0.8ppt	14.4%	14.8%	0.4ppt
不良貸款率	1.54%	1.48%	-6bp	1.51%	1.48%	-3bp
撥備覆蓋率	173.2%	192.0%	18.8ppt	185.9%	192.0%	6.2ppt
貸存比	71.7%	70.4%	-1.4ppt	70.6%	0.0%	-70.6ppt
核心一級資本充足率	12.3%	12.7%	41bp	12.8%	12.7%	-10bp

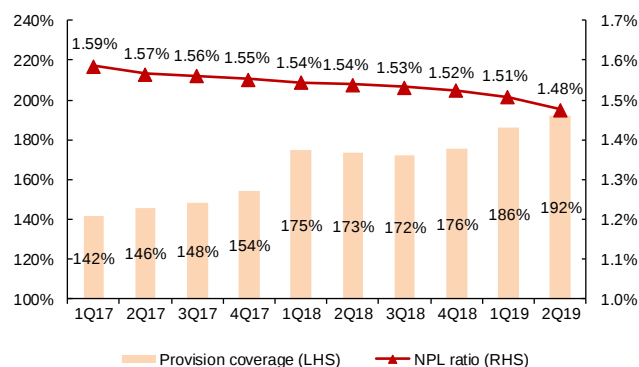
資料來源：公司、招銀國際證券

圖 2: 工商銀行單季淨息差走勢



資料來源：公司、招銀國際證券

圖 3: 工商銀行不良貸款率及撥備覆蓋率走勢



資料來源：公司、招銀國際證券

財務報表

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
利息收入	861,594	948,094	1,034,39	1,109,54	1,191,46
利息支出	(339,516)	(375,576)	(410,763)	(442,686)	(476,421)
淨利息收入	522,078	572,518	623,634	666,861	715,040
淨手續費及佣金收入	139,625	145,301	152,566	160,194	168,204
其他	13,951	7,302	7,957	7,957	7,957
經營收入	675,654	725,121	784,157	835,013	891,201
經營支出	(186,194)	(194,203)	(213,849)	(231,982)	(252,005)
撥備前利潤	489,460	530,918	570,308	603,031	639,196
資產減值損失	(127,769)	(161,594)	(182,194)	(191,373)	(200,655)
經營利潤	361,691	369,324	388,115	411,658	438,541
非經營收入	2,950	3,089	3,089	3,089	3,089
稅前利潤	364,641	372,413	391,204	414,747	441,630
所得稅費用	(77,190)	(73,690)	(77,408)	(82,067)	(87,386)
少數股東權益	(1,402)	(1,047)	(1,047)	(1,047)	(1,047)
淨利潤	286,049	297,676	312,748	331,633	353,197

主要比率

年結: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
經營收入結構					
淨利息收入	77%	79%	80%	80%	80%
淨手續費及佣金收入	21%	20%	19%	19%	19%
其他	2%	1%	1%	1%	1%
總計	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
淨利息收入	10.6%	9.7%	8.9%	6.9%	7.2%
淨手續費及佣金收入	-3.7%	4.1%	5.0%	5.0%	5.0%
營業收入	5.3%	7.3%	8.1%	6.5%	6.7%
撥備前利潤	9.1%	8.5%	7.4%	5.7%	6.0%
淨利潤	2.8%	4.1%	5.1%	6.0%	6.5%
貸款總額	9.0%	8.3%	8.0%	7.8%	7.8%
存款總額	9.7%	9.4%	8.0%	7.5%	7.5%
經營效率					
成本收入比	26.5%	25.7%	26.2%	26.7%	27.2%

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
存放中央銀行款項	3,538,658	3,302,529	4,060,876	4,333,775	4,627,142
同業資產	1,834,242	1,696,498	1,453,443	1,526,115	1,602,421
金融投資	5,756,704	6,754,692	7,235,574	7,750,762	8,302,709
貸款總額	14,233,448	15,419,905	16,653,497	17,952,470	19,352,763
減: 貸款減值準備	340,482	413,177	510,473	610,512	713,007
其他資產	1,064,473	939,093	1,123,559	1,350,026	1,593,022
總資產	26,087,043	27,699,540	30,016,478	32,302,637	34,765,049
向中央銀行借款	456	481	625	813	1,057
同業負債	3,013,161	2,670,650	2,821,250	2,981,087	3,150,793
存款總額	19,562,936	21,408,934	23,121,649	24,855,772	26,719,955
已發行債券	526,940	617,842	710,518	817,096	939,660
其他負債	842,494	656,750	706,750	758,880	815,395
總負債	23,945,987	25,354,657	27,360,792	29,413,649	31,626,860
股東總權益	2,127,491	2,330,001	2,640,803	2,874,106	3,123,307
其中: 永續債	-	-	80,000	80,000	80,000
其中: 優先股	86,051	86,051	86,051	86,051	86,051
少數股東權益	13,565	14,882	14,882	14,882	14,882
總權益	2,141,056	2,344,883	2,655,685	2,888,988	3,138,189

資產質量					
不良貸款率	1.55%	1.52%	1.56%	1.59%	1.57%
撥備覆蓋率	154%	176%	197%	214%	234%
撥貸比	2.39%	2.68%	3.07%	3.40%	3.68%
信貸成本	0.91%	0.99%	1.11%	1.08%	1.05%
資本充足率					
核心一級資本充足率	12.8%	13.3%	13.5%	13.8%	14.0%
一級資本充足率	13.3%	13.8%	14.0%	14.2%	14.4%
資本充足率	15.1%	15.5%	15.6%	15.6%	15.7%
盈利能力					
淨息差	2.22%	2.30%	2.27%	2.25%	2.25%
平均權益回報率	14.3%	13.7%	13.1%	12.6%	12.3%
平均資產回報率	1.12%	1.09%	1.07%	1.05%	1.04%
平均風險資產回報率	1.85%	1.77%	1.74%	1.72%	1.71%
每股數據 (元人民幣)					
每股淨利潤	0.79	0.82	0.86	0.92	0.98
每股股息	0.24	0.25	0.26	0.28	0.30
每股賬面值	5.73	6.30	6.94	7.60	8.30

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優于大市	: 行業股價于未來 12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來 12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。