

工商银行 (1398 HK)

盈利能力提升，拨备覆盖率持续改善

- ❖ **2017 年第三季度盈利能力明显改善。**工商银行 2017 年第三季度单季纯利按年增长 3.3%，增幅在第二季的 2.3% 及第一季的 1.4% 基础上进一步提升。这主要是由于：1) 净利息收入的强劲带动，按年增长 13.8%，以及 2) 净手续费佣金收入的跌幅收窄，由第二季度的按年下降 6.6% 和第一季度按年下降 5.8%，改善至按年跌 3.3%。工行仍然保持着较为审慎的拨备原则，当季贷款减值损失按年增长 40.1%，增速与前两季相若，但其他资产计提的减值损失按年大幅增长逾 8.7 倍，至 11.6 亿元人民币。今年首三季度，工行经营收入按年增长 4.6% 至 5,062.7 亿元人民币，净利润按年增长 2.3% 至 2,280.0 亿元人民币。
- ❖ **资产负债结构优化，定价能力增强，推动净息差扩张。**2017 年首三季度，工行净息差较上半年改善 1 个基点，至 2.17%。净息差持续回升的原因在于：1) 存款规模保持稳定增长，日均余额中成本较低的活期存款显著提升，负债结构优化，成本有所下降；2) 对新增贷款的定价能力不断增强，三季度贷款收益率较二季度和一季度分别提升 6 个基点和 25 个基点；3) 在流动性偏紧的情况下，市场利率抬升，拥有充足资金参与金融市场业务的工行因而受惠。
- ❖ **资产质量保持稳定。**截至 2017 年第三季末，工行的不良贷款率为 1.56%，较上季末继续改善 1 个基点。同时，工行的拨备覆盖率稳步回升至 148.42%。第三季末，作为不良贷款先行指标的關注类贷款占比和逾期贷款占比，分别较年初下降 66 个基点和 61 个基点，降幅远高于不良贷款率 6 个基点的下降幅度。此外，工行还加大了对不良贷款的处置和现金清收力度，前三季共处置约 1,300 亿元人民币不良贷款。随着资产质量较好的新增贷款不断增长，我们预计工行 2017 年至 2019 年的不良贷款率将稳定在 1.57%、1.58% 和 1.58%，同时拨备覆盖率将继续提升，直至达到 150% 的监管红线。
- ❖ **资本实力得到有效补充。**工行早前宣布，已获得监管部门批准，可在 2017 年年内发行最多不超过 880 亿元人民币的二级资本债券。截至 2017 年三季度末，工行的核心一级资本充足率、一级资本充足率及资本充足率分别为 12.88%、13.40% 和 14.67%，再度领先可比同业。在二级资本债券发行完毕后，我们认为工行的资本实力将进一步得到增强。根据权重法，我们预计该行 2017 年年末的核心一级资本充足率、一级资本充足率及资本充足率将分别升至 13.27%、13.78% 和 15.49%。
- ❖ **维持持有评级。**随着资本实力的增强、资产质量的稳定和盈利能力的回升，工行的市场领导地位可得到进一步巩固。但今年以来，工行的股价表现已超出可比同业 18.5 至 29.3 个百分点。我们将工行 2017 年至 2019 年的纯利预测轻微提升至 2,839.5 亿元人民币、3,011.4 亿元人民币和 3,154.1 亿元人民币。工行目前的股价相当于 2018 年预测市帐率的 0.82 倍。我们给予该行的最新目标价 6.45 港元相当于 2018 年预测市帐率的 0.84 倍，同时也是可比同业的 2018 年平均预测市帐率加两个标准差，以反映该行在商业银行业务中的领先地位。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业收入 (百万元人民币)	668,733	641,681	684,763	763,352	836,509
净利润 (百万元人民币)	277,131	278,249	283,950	301,136	315,408
市帐率 (x)	1.12	1.01	0.91	0.82	0.75
市盈率 (x)	6.95	6.87	6.73	6.35	6.06
股息率 (%)	4.35	4.37	4.39	4.66	4.88
权益收益率 (%)	16.69	14.80	13.65	13.09	12.51
不良贷款率 (%)	1.50	1.62	1.57	1.58	1.58
拨备覆盖率 (%)	156.34	136.69	148.46	150.68	151.31

资料来源：公司及招銀国际研究部预测

持有 (维持)

目标价	HK\$6.45
(此前目标价)	HK\$6.56)
潜在升幅	2.2%
当前股价	HK\$6.31

张淳鑫

电话：(852) 3900 0836

邮件：zhangchunxin@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)	2,524,485
3 月平均流通量(百万港元)	2,016.24
52 周内股价高/低(港元)	6.48/4.43
总股本(百万)	356,407.0

资料来源：彭博

股东结构 (H 股)

全国社会保障基金理事会	9.98%
Temasek Holdings (Private) Limited	8.43%
中国平安保险 (集团) 股份有限公司	5.15%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	10.2%	6.7%
3-月	16.8%	12.2%
6-月	25.8%	8.9%

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

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入	871,779	791,480	861,155	955,480	1,052,230
利息支出	(363,912)	(319,634)	(339,847)	(360,877)	(391,356)
净利息收入	507,867	471,846	521,309	594,603	660,874
手续费及佣金收入	161,670	164,714	157,468	160,612	163,807
手续费及佣金支出	(18,279)	(19,741)	(16,692)	(16,864)	(17,200)
净手续费及佣金收入	143,391	144,973	140,776	143,748	146,607
其他净收入	17,475	24,862	22,678	25,001	29,027
营业收入	668,733	641,681	684,763	763,352	836,509
营业费用	(220,835)	(193,112)	(183,106)	(203,395)	(222,091)
扣除减值损失前的营业利润	447,898	448,569	501,657	559,957	614,417
资产减值损失	(86,022)	(86,138)	(130,503)	(167,130)	(202,958)
营业利润	360,905	360,675	369,703	392,069	410,794
联营企业及合营企业投资净收益	2,330	2,604	2,980	3,258	3,315
税前利润	363,235	363,279	372,683	395,327	414,109
所得税费用	(85,515)	(84,173)	(87,581)	(92,902)	(97,316)
年度利润	277,720	279,106	285,103	302,425	316,793
非控制性权益	(589)	(857)	(1,153)	(1,289)	(1,385)
净利润	277,131	278,249	283,950	301,136	315,408

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）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及存放中央银行款项	3,059,633	3,350,788	3,682,953	3,772,940	4,066,736
存放和拆放同业及其他金融机构款项	683,793	797,473	819,862	875,403	924,615
投资	5,009,963	5,481,174	5,696,952	5,969,421	6,154,199
客户贷款和垫款	11,652,812	12,767,334	13,905,452	15,248,465	16,784,910
对联营及合营公司的投资	24,185	30,077	30,188	32,589	33,025
其他	1,779,394	1,710,419	1,574,302	1,685,866	1,780,211
总资产	22,209,780	24,137,265	25,709,710	27,584,683	29,743,696
向中央银行借款	210	545	491	515	541
同业及其他金融机构存放和拆入款项	2,265,860	2,016,799	1,858,567	1,791,742	1,698,687
客户存款	16,281,939	17,825,302	19,365,271	21,026,857	22,922,456
其他	1,861,252	2,313,456	2,281,970	2,340,727	2,475,672
总负债	20,409,261	22,156,102	23,506,298	25,159,841	27,097,355
归属于母公司股东的权益	1,789,474	1,969,751	2,190,777	2,411,134	2,632,403
非控制性权益	11,045	11,412	12,634	13,709	13,938
总权益	1,800,519	1,981,163	2,203,411	2,424,843	2,646,342

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入					
净利息收入	75.9%	73.5%	76.1%	77.9%	79.0%
净手续费及佣金收入	21.4%	22.6%	20.6%	18.8%	17.5%
其他净收入	2.6%	3.9%	3.3%	3.3%	3.5%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
利息收入	2.6%	-9.2%	8.8%	11.0%	10.1%
利息支出	2.1%	-12.2%	6.3%	6.2%	8.4%
净利息收入	2.9%	-7.1%	10.5%	14.1%	11.1%
净手续费及佣金收入	8.2%	1.1%	-2.9%	2.1%	2.0%
其他净收入	97.7%	42.3%	-8.8%	10.2%	16.1%
营业收入	5.3%	-4.0%	6.7%	11.5%	9.6%
扣除减值损失前的营业利润	7.6%	0.1%	11.8%	11.6%	9.7%
税前利润	0.4%	0.0%	2.6%	6.1%	4.8%
净利润	0.5%	0.4%	2.0%	6.1%	4.7%
资产质量					
不良贷款率	1.50%	1.62%	1.57%	1.58%	1.58%
不良贷款拨备覆盖率	156.34%	136.69%	148.46%	150.68%	151.31%
资本充足率					
核心一级资本充足率	12.25%	12.72%	13.27%	13.48%	13.65%
一级资本充足率	12.82%	13.27%	13.78%	13.95%	14.08%
资本充足率	14.58%	14.48%	15.49%	15.63%	15.71%
回报率					
净资产收益率	16.69%	14.80%	13.65%	13.09%	12.51%
平均总资产回报率	1.29%	1.20%	1.14%	1.13%	1.10%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.77	0.78	0.80	0.84	0.88
每股股息（人民币）	0.233	0.234	0.235	0.250	0.262
每股账面值（人民币）	4.80	5.29	5.91	6.52	7.14

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 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。