

工商銀行 (1398 HK)

資產質量穩健，但息差表現差強人意

工商銀行公佈 2019 年前三季度業績，淨利潤同比增長 5.0% 至 2,517 億元人民幣，占我們/市場一致預期全年淨利潤預測的 80.5%/81.6%。三季度撥備前利潤同比增長 7.5%，主要由非息收入（同比增長 12.5%）及成本收入比（同比下降 0.6 個百分點）貢獻，而淨息差則環比下滑。工行加大了減值撥備力度（同比增長 15.2%），當季淨利潤同比增速小幅提升至 5.8%（上半年增速為 4.7%）。2019 年前三季度年化 ROE 同比收縮 0.7 個百分點至 14.4%。

■ **業績正面因素：**1) 前三季度非息收入同比增速提升至 13.2%，其中支付、結算、信用卡及代銷業務手續費收入均錄得雙位數增幅。2) **資產質量持續改善**，不良貸款率環比下降 4 個基點至 1.44%，不良生成率向好，撥備覆蓋率環比提升 6.1 個百分點至 198.1%。管理層解釋，宏觀經濟下行情況下，該行資產質量依然保持向好態勢，主要是由於資產結構的不斷優化。3) **貸款投向繼續向零售端傾斜**，零售貸款環比增長 3.2%，增速高於公司貸款增速的 1.9%。4) **資本充足水平持續增強**，在發行了 700 億元人民幣優先股及 800 億元人民幣永續債後，工行三季度末的核心一級資本充足率/一級資本充足率/資本充足率環比分別提升 19/97/90 個基點，至 12.93%/14.16%/16.65%。

■ **業績負面因素：**1) 三季度存款環比增速放緩至 1.0%（二季度為 2.4%），不過，管理層指出，在資管新規實施過程中，大型銀行在吸收存款方面依然具有優勢。2) 三季度淨息差環比收窄 6 個基點至 2.21%，主要由於存款競爭激烈導致負債成本上升，而 LPR 實施對貸款利率端的影響目前較為有限。管理層認為四季度淨息差有進一步收窄的壓力，但收窄幅度將可能放緩。截至三季度末，工行超過 50% 的新發放貸款及 20% 的存量貸款已基於 LPR 進行定價。

■ **維持「買入」評級，上調目標價至 7.5 港元。**工商銀行-H 目前的估值為 0.72 倍 2019 年預測市帳率，與其五年歷史平均值相若。我們維持預測不變，並將估值基礎轉換至 2020 年。我們的新目標價 7.5 港元是基於 2020 年預測每股帳面值 7.6 元人民幣及 0.89 倍目標市帳率。

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)	6.3	6.1	5.8	5.4	5.1
市帳率(倍)	0.87	0.79	0.72	0.66	0.60
股息率(%)	4.8	5.0	5.3	5.6	6.0
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、招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$ 7.50
(此前目標價)	HK\$ 6.90
潛在升幅	+34.9%
當前股價	HK\$ 5.56

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

公司資料

市值(百萬元)	2,269,638
3 月平均流通量(百萬元)	1,023
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

匯金	34.71%
財政部	31.14%
社保基金	5.89%

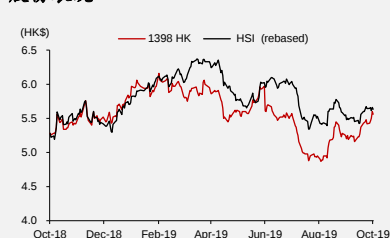
資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.9%	4.8%
3-月	1.1%	7.6%
6-月	-5.1%	5.6%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

相關報告

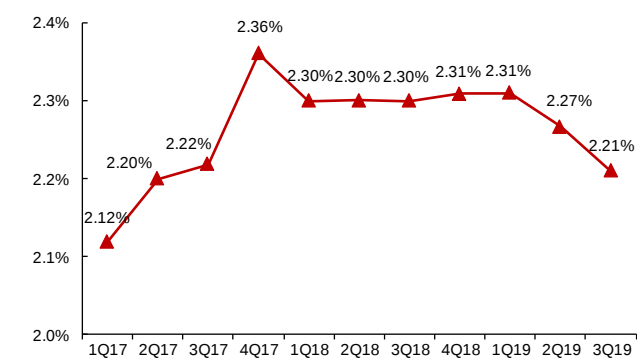
- 業績符合預期；手續費收入及存款增速是亮點—2019 年 8 月 30 日
- 盈利能力穩定回復—2018 年 8 月 31 日

圖 1: 工商銀行 2019 年三季度業績概要

(百萬元人民幣)						
損益表	9M18	9M19	YoY	3Q18	3Q19	YoY
淨利息收入	423,630	453,146	7.0%	146,014	153,845	5.4%
淨手續費及佣金收入	113,739	124,635	9.6%	34,479	36,134	4.8%
經營收入	539,880	584,684	8.3%	178,578	190,481	6.7%
經營支出	(128,466)	(135,620)	5.6%	(46,508)	(48,466)	4.2%
撥備前利潤	411,414	449,064	9.2%	132,070	142,015	7.5%
減值撥備	(116,933)	(137,756)	17.8%	(33,475)	(38,576)	15.2%
稅前利潤	294,481	311,308	5.7%	98,595	103,439	4.9%
所得稅	(56,403)	(60,466)	7.2%	(19,844)	(19,947)	0.5%
淨利潤	239,627	251,712	5.0%	79,185	83,781	5.8%
資產負債表	3Q18	3Q19	YoY	2Q19	3Q19	QoQ
貸款總額	15,263,939	16,660,486	9.1%	16,271,224	16,660,486	2.4%
存款總額	21,307,707	23,368,159	9.7%	23,125,437	23,368,159	1.0%
總資產	28,198,135	30,426,381	7.9%	29,990,476	30,426,381	1.5%
不良貸款餘額	234,042	239,785	2.5%	240,086	239,785	-0.1%
關鍵指標	9M18	9M19	YoY	2Q19	3Q19	QoQ
淨息差	2.30%	2.26%	-4bp	2.27%	2.21%	-6bp
淨資產回報率	15.1%	14.4%	-0.7ppt	14.8%	14.1%	-0.6ppt
不良貸款率	1.53%	1.44%	-9bp	1.48%	1.44%	-4bp
撥備覆蓋率	172.3%	198.1%	25.8ppt	192.0%	198.1%	6.1ppt
貸存比	71.6%	71.3%	-0.3ppt	70.4%	71.3%	0.9ppt
核心一級資本充足率	12.5%	12.9%	45bp	12.7%	12.9%	19bp

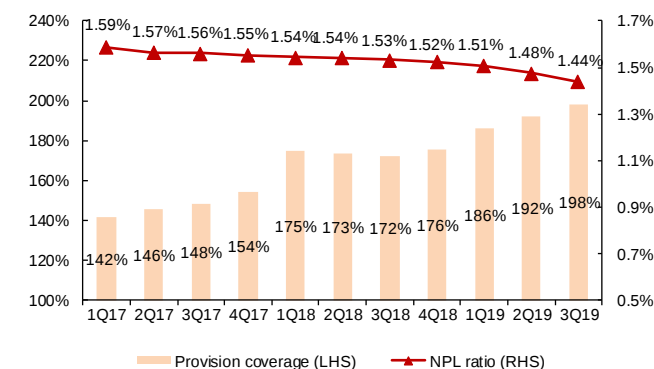
資料來源: 公司、招銀國際證券

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

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	19,352,76
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	34,765,04
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	26,719,95
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	31,626,86
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

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
每股帳面值	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）發表於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並無直接或間接關係。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 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。報告所載資料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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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。接收本報告之行為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士。