

工商银行 (1398 HK)

资产质量稳健，但息差表现差强人意

工商银行公布 2019 年前三季度业绩，净利润同比增长 5.0% 至 2,517 亿元人民币，占我们/市场一致预期全年净利润预测的 80.5%/81.6%。三季度拨备前利润同比增长 7.5%，主要由非息收入（同比增长 12.5%）及成本收入比（同比下降 0.6 个百分点）贡献，而净息差则环比下滑。工行加大了减值拨备力度（同比增长 15.2%），当季净利润同比增速小幅提升至 5.8%（上半年增速为 4.7%）。2019 年前三季度年化 ROE 同比收缩 0.7 个百分点至 14.4%。

■ **业绩正面因素：**1) 前三季度非息收入同比增速提升至 **13.2%**，其中支付、结算、信用卡及代销业务手续费收入均录得双位数增幅。2) **资产质量持续改善**，不良贷款率环比下降 4 个基点至 **1.44%**，不良生成率向好，拨备覆盖率环比提升 6.1 个百分点至 **198.1%**。管理层解释，宏观经济下行情况下，该行资产质量依然保持向好态势，主要是由于资产结构的不断优化。3) **贷款投向继续向零售端倾斜**，零售贷款环比增长 **3.2%**，增速高于公司贷款增速的 **1.9%**。4) **资本充足水平持续增强**，在发行了 700 亿元人民币优先股及 800 亿元人民币永续债后，工行三季度末的核心一级资本充足率/一级资本充足率/资本充足率环比分别提升 19/97/90 个基点，至 **12.93%/14.16%/16.65%**。

■ **业绩负面因素：**1) 三季度存款环比增速放缓至 **1.0%**（二季度为 2.4%），不过，管理层指出，在资管新规实施过程中，大型银行在吸收存款方面依然具有优势。2) 三季度净息差环比收窄 **6 个基点至 2.21%**，主要由于存款竞争激烈导致负债成本上升，而 LPR 实施对贷款利率端的影响目前较为有限。管理层认为四季度净息差有进一步收窄的压力，但收窄幅度将可能放缓。截至三季度末，工行超过 50% 的新发放贷款及 20% 的存量贷款已基于 LPR 进行定价。

■ **维持「买入」评级，上调目标价至 7.5 港元。**工商银行-H 目前的估值为 0.72 倍 2019 年预测市帐率，与其五年历史平均值相若。我们维持预测不变，并将估值基础转换至 2020 年。我们的新目标价 7.5 港元是基于 2020 年预测每股帐面值 7.6 元人民币及 0.89 倍目标市帐率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	675,654	725,121	784,157	835,013	891,201
净利润(百万元人民币)	286,049	297,676	312,748	331,633	353,197
每股盈利(元人民币)	0.79	0.82	0.86	0.92	0.98
每股盈利变动(%)	2.9	4.1	5.1	6.1	6.6
市盈率(倍)	6.3	6.1	5.8	5.4	5.1
市帐率(倍)	0.87	0.79	0.72	0.66	0.60
股息率(%)	4.8	5.0	5.3	5.6	6.0
权益收益率(%)	14.3	13.7	13.1	12.6	12.3
不良贷款率(%)	1.55	1.52	1.56	1.59	1.57
拨备覆盖率(%)	154	176	197	214	234

资料来源：公司、招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$ 7.50
(此前目标价)	HK\$ 6.90
潜在升幅	+34.9%
当前股价	HK\$ 5.56

中国银行业

孙明, CFA

(852) 3900 0836

terrysun@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	2,269,638
3 月平均流通量(百万港元)	1,023
52 周内股价高/低(港元)	6.19/4.81
总股本(百万)	86,794 (H)
	269,612 (A)

资料来源：彭博

股东结构

汇金	34.71%
财政部	31.14%
社保基金	5.89%

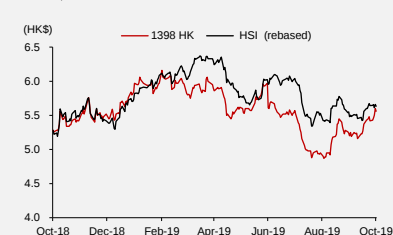
资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.9%	4.8%
3-月	1.1%	7.6%
6-月	-5.1%	5.6%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

相关报告

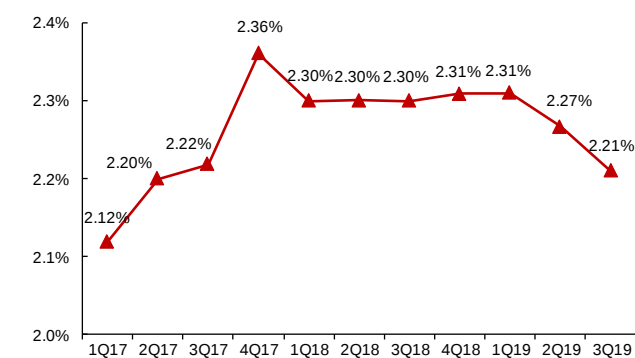
- 业绩符合预期；手续费收入及存款增速是亮点—2019 年 8 月 30 日
- 盈利能力稳定回复—2018 年 8 月 31 日

图 1: 工商银行 2019 年三季度业绩概要

(百万元人民币)						
损益表	9M18	9M19	YoY	3Q18	3Q19	YoY
净利息收入	423,630	453,146	7.0%	146,014	153,845	5.4%
净手续费及佣金收入	113,739	124,635	9.6%	34,479	36,134	4.8%
经营收入	539,880	584,684	8.3%	178,578	190,481	6.7%
经营支出	(128,466)	(135,620)	5.6%	(46,508)	(48,466)	4.2%
拨备前利润	411,414	449,064	9.2%	132,070	142,015	7.5%
减值拨备	(116,933)	(137,756)	17.8%	(33,475)	(38,576)	15.2%
税前利润	294,481	311,308	5.7%	98,595	103,439	4.9%
所得税	(56,403)	(60,466)	7.2%	(19,844)	(19,947)	0.5%
净利润	239,627	251,712	5.0%	79,185	83,781	5.8%
资产负债表	3Q18	3Q19	YoY	2Q19	3Q19	QoQ
贷款总额	15,263,939	16,660,486	9.1%	16,271,224	16,660,486	2.4%
存款总额	21,307,707	23,368,159	9.7%	23,125,437	23,368,159	1.0%
总资产	28,198,135	30,426,381	7.9%	29,990,476	30,426,381	1.5%
不良贷款余额	234,042	239,785	2.5%	240,086	239,785	-0.1%
关键指标	9M18	9M19	YoY	2Q19	3Q19	QoQ
净息差	2.30%	2.26%	-4bp	2.27%	2.21%	-6bp
净资产回报率	15.1%	14.4%	-0.7ppt	14.8%	14.1%	-0.6ppt
不良贷款率	1.53%	1.44%	-9bp	1.48%	1.44%	-4bp
拨备覆盖率	172.3%	198.1%	25.8ppt	192.0%	198.1%	6.1ppt
贷存比	71.6%	71.3%	-0.3ppt	70.4%	71.3%	0.9ppt
核心一级资本充足率	12.5%	12.9%	45bp	12.7%	12.9%	19bp

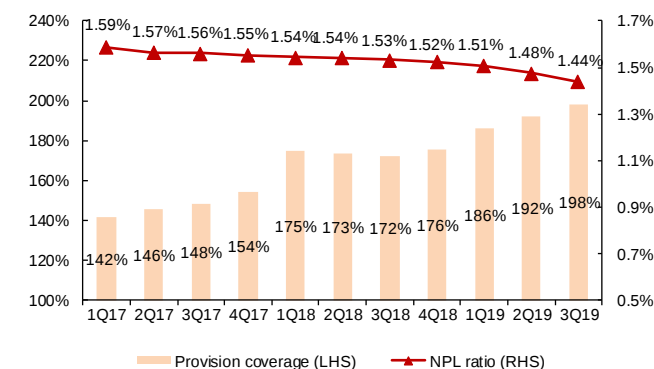
资料来源: 公司、招银国际证券

图 2: 工商银行单季净息差走势



资料来源: 公司、招银国际证券

图 3: 工商银行不良贷款率及拨备覆盖率走势



资料来源: 公司、招银国际证券

财务报表

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	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)
净利息收入	522,078	572,518	623,634	666,861	715,040
净手续费及佣金收入	139,625	145,301	152,566	160,194	168,204
其他	13,951	7,302	7,957	7,957	7,957
经营收入	675,654	725,121	784,157	835,013	891,201
经营支出	(186,194)	(194,203)	(213,849)	(231,982)	(252,005)
拨备前利润	489,460	530,918	570,308	603,031	639,196
资产减值损失	(127,769)	(161,594)	(182,194)	(191,373)	(200,655)
经营利润	361,691	369,324	388,115	411,658	438,541
非经营收入	2,950	3,089	3,089	3,089	3,089
税前利润	364,641	372,413	391,204	414,747	441,630
所得税费用	(77,190)	(73,690)	(77,408)	(82,067)	(87,386)
少数股东权益	(1,402)	(1,047)	(1,047)	(1,047)	(1,047)
净利润	286,049	297,676	312,748	331,633	353,197

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
存放中央银行款项	3,538,658	3,302,529	4,060,876	4,333,775	4,627,142
同业资产	1,834,242	1,696,498	1,453,443	1,526,115	1,602,421
金融投资	5,756,704	6,754,692	7,235,574	7,750,762	8,302,709
贷款总额	14,233,448	15,419,905	16,653,497	17,952,470	19,352,76
减: 贷款减值准备	340,482	413,177	510,473	610,512	713,007
其他资产	1,064,473	939,093	1,123,559	1,350,026	1,593,022
总资产	26,087,043	27,699,540	30,016,478	32,302,637	34,765,04
向中央银行借款	456	481	625	813	1,057
同业负债	3,013,161	2,670,650	2,821,250	2,981,087	3,150,793
存款总额	19,562,936	21,408,934	23,121,649	24,855,772	26,719,95
已发行债券	526,940	617,842	710,518	817,096	939,660
其他负债	842,494	656,750	706,750	758,880	815,395
总负债	23,945,987	25,354,657	27,360,792	29,413,649	31,626,86
股东总权益	2,127,491	2,330,001	2,640,803	2,874,106	3,123,307
其中: 永续债	-	-	80,000	80,000	80,000
其中: 优先股	86,051	86,051	86,051	86,051	86,051
少数股东权益	13,565	14,882	14,882	14,882	14,882
总权益	2,141,056	2,344,883	2,655,685	2,888,988	3,138,189

主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
经营收入结构					
净利息收入	77%	79%	80%	80%	80%
净手续费及佣金收入	21%	20%	19%	19%	19%
其他	2%	1%	1%	1%	1%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
净利息收入	10.6%	9.7%	8.9%	6.9%	7.2%
净手续费及佣金收入	-3.7%	4.1%	5.0%	5.0%	5.0%
营业收入	5.3%	7.3%	8.1%	6.5%	6.7%
拨备前利润	9.1%	8.5%	7.4%	5.7%	6.0%
净利润	2.8%	4.1%	5.1%	6.0%	6.5%
贷款总额	9.0%	8.3%	8.0%	7.8%	7.8%
存款总额	9.7%	9.4%	8.0%	7.5%	7.5%

经营效率

成本收入比	26.5%	25.7%	26.2%	26.7%	27.2%
-------	-------	-------	-------	-------	-------

资产质量

不良贷款率	1.55%	1.52%	1.56%	1.59%	1.57%
拨备覆盖率	154%	176%	197%	214%	234%
拨贷比	2.39%	2.68%	3.07%	3.40%	3.68%
信贷成本	0.91%	0.99%	1.11%	1.08%	1.05%

资本充足率

核心一级资本充足率	12.8%	13.3%	13.5%	13.8%	14.0%
一级资本充足率	13.3%	13.8%	14.0%	14.2%	14.4%
资本充足率	15.1%	15.5%	15.6%	15.6%	15.7%

盈利能力

净息差	2.22%	2.30%	2.27%	2.25%	2.25%
平均权益回报率	14.3%	13.7%	13.1%	12.6%	12.3%
平均资产回报率	1.12%	1.09%	1.07%	1.05%	1.04%
平均风险资产回报率	1.85%	1.77%	1.74%	1.72%	1.71%

每股数据 (元人民币)

每股净利润	0.79	0.82	0.86	0.92	0.98
每股股息	0.24	0.25	0.26	0.28	0.30
每股账面值	5.73	6.30	6.94	7.60	8.30

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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风险。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投资银行相关业务联系。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。