

工商银行 (1398 HK / 601398 CH)

稳定基本面领导市场

- 2019年净利润基本符合预期，工行的净息差将在2020E-21E年面对利差收缩的压力
- 我们预期2020E-21E不良贷款率将无可避免地温和上升，然而工行的风险缓冲指标将保持稳定
- 为了提高业务上的稳定性，工行将在科技上加大资源投放
- 由于稳定的基本面，我们维持对工行的买入评级，我们的H及A股目标价相当于20E市净率的0.87倍/0.98倍

利差收窄构成净息差上的压力。工行2019年净利润为3,278.22亿元人民币，同比增加4.89%，基本符合我们的预期。但净息差较我们预期低7个基点，为2.24%，反映工行2019年4季度净息差环比下降2个基点至2.18%。这主要是由于2019年工行的贷存利差和银行间资产负债利差同比收窄了7个基点和42个基点。在降息周期下，工行的净息差将无可避免地在2020E-21E面临更大压力。我们的基本情景假设工行的贷存利差和银行间资产负债利差在2020E-21E分别下降13-16个基点和3-9个基点，令工行净息差在2020E/21E下降11个基点/9个基点至2021E的2.04%。而工行的净利息收入及净利润在2019A-21E的复合年增长率将为4.8%和4.4%。

稳健的资产质量及风险缓冲能力。工行整体的资产质量在2019年保持良好，截至2019年12月末，工行的不良贷款率同比下降7个基点至1.43%，意味着其不良贷款率在2019年四季度环比下降1个基点。从风险缓冲能力上看，截至2019年12月，工行的拨备率和拨备覆盖率分别为2.86%和199.2%，为潜在资产质量问题提供了稳固的抵御性。考虑当前宏观上的不确定性，我们预测工行的不良贷款率在2020E和21E将上升6个基点及5个基点，并于2021E末达到1.54%的水平。预期2020E及2021E拨备费用同比增加5%-6%，工行的拨备率和拨备覆盖率将在2021E末维持在2.97%及192.86%的水平。

增加科技资源投放。为了增强长期运营稳定性，我们相信作为市场领导者，工行未来将进一步年中增加其在金融科技创新领域的资源配置。这不仅从把握业务机遇的角度出发，同时亦为了提高工行应对风险的能力。因此，我们将工行2020E及21E年的营业费用估算略为提高，预期同比增长为8.2%及8.0%。

基本面稳定;维持买入评级。我们认为工行对风险的抵御能力优异，令其在应对市场变化时一直保持基本面稳定。考虑未来净息差上的压力，我们将2020E及21E净利润预测分别下调4.59%和6.63%。工行的H/A股股价相等于20E市净率的0.63倍和0.69倍。我们的戈登增长模型H及A股目标价相当于20E市净率的0.87倍和0.98倍，维持买入评级。

风险因素: 1)在强监管和政策主导的环境下发生政策方向出现急剧变化; 2)来自非银行及外资金融机构的竞争加剧; 3)特定区域的资产质量快速严重恶化; 4)贷款需求急剧下降; 5)对新业务和个别快速增长业务的政策风险提高; 6)新冠肺炎疫情持续爆发。

财务数据与估值

截至12月31日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入 (人民币百万元)	675,654	725,121	776,002	821,162	865,789
同比 (%)	5.3	7.3	7.0	5.8	5.4
净利润 (人民币百万元)	286,049	297,676	312,224	327,822	340,411
同比 (%)	2.9	4.1	5.0	5.1	3.9
每股收益 (人民币)	0.79	0.82	0.86	0.91	0.94
同比 (%)	2.6	4.1	5.0	5.1	3.9
每股净值 (人民币)	5.73	6.30	6.93	7.59	8.26
同比 (%)	8.4	9.9	10.1	9.5	8.9
市盈率 (x) - H股	6.06	5.82	5.55	5.28	5.08
市净率 (x) - H股	0.84	0.76	0.69	0.63	0.58
市盈率 (x) - A股	6.61	6.35	6.05	5.75	5.54
市净率 (x) - A股	0.91	0.83	0.75	0.69	0.63
净资产收益率 (%)	13.96	13.36	12.47	11.73	11.23
总资产收益率 (%)	1.14	1.11	1.08	1.05	1.01
每股股息 (人民币)	0.24	0.25	0.26	0.28	0.29
股息收益率 (%) - H股	5.03	5.23	5.49	5.86	6.08
股息收益率 (%) - A股	4.61	4.80	5.03	5.37	5.58

净利润=归属于公司股东的净利润; 港元/人民币=1.0898

来源: 彭博、农银国际证券预测

公司报告

评级 (H): 买入
评级 (A): 买入
目标价 (H): HK\$ 7.19
目标价 (A): RMB 7.46

分析员: 欧宇恒
电话: (852) 2147 8802
johannesau@abci.com.hk

价格 (H/A 股)	HK\$ 5.22/ RMB 5.22
预期股价回报 (H/A 股)	37.7%/42.9%
预期股息收益率 (H/A 股)	5.86%/5.37%
预期总回报 (H/A 股)	43.56%/ 48.27%
上次评级及目标价 (H/A 股)	BUY, HK\$7.84/ BUY, RMB8.65
上次报告日期	12/3/2020

来源: 彭博、农银国际证券预测

主要数据

52 周高/低 (HK\$) (H 股)	6.11/4.81
52 周高/低 (RMB) (A 股)	6.08/4.93
已发行股份总数 (百万股)	356,506.2
H 股 (百万股)	86,794.0
A 股 (百万股)	269,612.2
市值 (百万港元)	1,991,623.7
H 股 (百万港元)	453,064.9
A 股 (百万港元)	1,538,558.8
3 个月 H 股平均每日成交金额 (百万港元)	1,472.67
3 个月 A 股平均每日成交金额 (人民币百万)	1,149.73
主要股东 (%):	
汇金	34.71
财政部	24.17

来源: 彭博、农银国际证券



图表 1: 工行 2019 年实际业绩与农银国际预测

(人民币百万元)	2019E	2019A	差别(%)
净利息收入	620,622	606,926	(2.21)
净手续费收入	152,718	155,600	1.89
营业收入	780,141	776,002	(0.53)
营业费用	(189,815)	(192,171)	1.24
减值损失	(177,123)	(178,957)	1.04
除税前溢利	400,151	391,789	(2.09)
所得税	(80,030)	(78,428)	(2.00)
股东应占净利润	318,917	312,224	(2.10)
主要指标 (%)			差别(百分点)
净息差	2.31	2.24	(0.07)
净利差	2.18	2.08	(0.10)
成本收入比	24.33	24.76	0.43
平均总资产收益率	1.11	1.08	(0.03)
平均净资产收益率	13.04	12.47	(0.57)
派息比率	30.50	30.50	-
核心一级资本充足率	12.42	13.20	0.78
资本充足率	15.15	16.77	1.62
不良贷款率	1.59	1.43	(0.16)
拨备率	2.89	2.86	(0.03)
拨备覆盖率	182.39	199.32	16.93

来源: 公司、农银国际证券预测

图表 2: 2020E 和 2021E 预测的变化

(人民币百万元)	2020E (旧)	2020E (新)	变化 (%)	(人民币百万元)	2021E (旧)	2021E (新)	变化 (%)
净利息收入	683,203	637,316	(6.72)	净利息收入	742,694	666,224	(10.30)
净手续费收入	161,276	166,390	3.17	净手续费收入	169,392	178,343	5.28
营业收入	850,791	821,162	(3.48)	营业收入	917,923	865,789	(5.68)
营业费用	(201,947)	(207,849)	2.92	营业费用	(215,305)	(224,579)	4.31
减值损失	(203,990)	(188,731)	(7.48)	减值损失	(230,723)	(200,446)	(13.12)
除税前溢利	431,241	411,312	(4.62)	除税前溢利	457,707	427,171	(6.67)
所得税费用	(86,248)	(82,262)	(4.62)	所得税费用	(91,541)	(85,434)	(6.67)
股东应占净利润	343,608	327,822	(4.59)	股东应占净利润	364,573	340,411	(6.63)
主要指标 (%)			变化 (百分点)	主要指标 (%)			变化 (百分点)
净息差	2.35	2.13	(0.22)	净息差	2.37	2.04	(0.33)
净利差	2.23	1.98	(0.25)	净利差	2.24	1.86	(0.38)
成本收入比	23.74	25.31	1.57	成本收入比	23.46	25.94	2.48
平均总资产收益率	1.10	1.05	(0.05)	平均总资产收益率	1.09	1.01	(0.08)
平均净资产收益率	12.81	11.73	(1.08)	平均净资产收益率	12.42	11.23	(1.19)
派息比率	30.50	30.50	-	派息比率	30.50	30.50	-
核心一级资本充足率	12.67	12.57	17.83	核心一级资本充足率	12.93	12.74	17.57
资本充足率	15.48	16.34	0.86	资本充足率	15.85	16.62	0.77
不良贷款率	1.63	1.49	(0.14)	不良贷款率	1.69	1.54	(0.15)
拨备率	3.05	2.92	(0.13)	拨备率	3.25	2.97	(0.28)
拨备覆盖率	187.12	195.97	8.85	拨备覆盖率	192.31	192.86	0.55

来源: 公司、农银国际证券预测

**图表 3: 戈登增长模型目标价假设变化**

	H 股		A 股		原因
	旧	新	旧	新	
目标价 (HKD/RMB)	7.84	7.19	8.65	7.46	以 2021 年中每股净值计算
可持续净资产收益率(%)	11.87	11.14	11.87	11.14	调整盈利预测反映净息差压力
股本成本(%)	12.54	12.44	11.15	11.55	
目标 20E 市净率 (x)	0.90	0.87	1.13	0.98	
无风险利率 (%)	3.30	2.65	3.30	2.65	参考中国十年期政府债券
Beta	1.20	1.10	1.02	1.00	参考彭博数据
股权风险溢价 (%)	7.70	8.90	7.70	8.90	新冠肺炎疫情及中国经济增长放缓导致较高的风险因素
长期增长 (%)	5.80	4.70	5.80	4.70	

来源: 公司、农银国际证券预测



财务报表

工商银行 (1398HK/601398CH) 综合损益表(2017A-2021E)

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
净利息收入	522,078	572,518	606,926	637,316	666,224
非利息收入	153,576	152,603	169,076	183,847	199,565
其中: 手续费和佣金收入	139,625	145,301	155,600	166,390	178,343
营业收入	675,654	725,121	776,002	821,162	865,789
营业费用	(170,207)	(178,457)	(192,171)	(207,849)	(224,579)
摊销	(15,987)	(15,746)	(15,605)	(15,917)	(16,371)
拨备前营业利润	489,460	530,918	568,226	597,397	624,839
减值贷款损失	(127,769)	(161,594)	(178,957)	(188,731)	(200,446)
营业利润	361,691	369,324	389,269	408,666	424,393
营业外收入	2,950	3,089	2,520	2,646	2,778
除税前溢利	364,641	372,413	391,789	411,312	427,171
所得税	(77,190)	(73,690)	(78,428)	(82,262)	(85,434)
少数股东权益	(1,402)	(1,047)	(1,137)	(1,228)	(1,326)
股东应占净利润	286,049	297,676	312,224	327,822	340,411
优先股股息	4,437	4,506	4,525	4,525	4,525
归属于普通股股东的净利润	281,612	293,170	307,699	323,297	335,886
增长 (%)					
净利息收入	10.6	9.7	6.0	5.0	4.5
非利息收入	(9.6)	(0.6)	10.8	8.7	8.5
其中: 手续费和佣金收入	(3.7)	4.1	7.1	6.9	7.2
营业收入	5.3	7.3	7.0	5.8	5.4
营业费用	(3.5)	4.8	7.7	8.2	8.0
摊销	(4.4)	(1.5)	(0.9)	2.0	2.9
拨备前营业利润	9.1	8.5	7.0	5.1	4.6
减值贷款损失	45.4	26.5	10.7	5.5	6.2
营业利润	0.3	2.1	5.4	5.0	3.8
营业外收入	13.3	4.7	(18.4)	5.0	5.0
除税前溢利	0.4	2.1	5.2	5.0	3.9
所得税	(8.3)	(4.5)	6.4	4.9	3.9
少数股东权益	63.6	(25.3)	8.6	8.0	8.0
股东应占净利润	2.8	4.1	4.9	5.0	3.8
优先股股息	(0.3)	1.6	0.4	0.0	0.0
归属于普通股股东的净利润	2.9	4.1	5.0	5.1	3.9
每股 (人民币)					
每股收益	0.79	0.82	0.86	0.91	0.94
每股净值	5.73	6.30	6.93	7.59	8.26
每股股息	0.24	0.25	0.26	0.28	0.29
主要财务指标 (%)					
净息差	2.22	2.30	2.24	2.13	2.04
净利差	2.10	2.16	2.08	1.98	1.86
成本收入比	25.19	24.61	24.76	25.31	25.94
平均总资产收益率	1.14	1.11	1.08	1.05	1.01
平均净资产收益率	13.96	13.36	12.47	11.73	11.23
平均税率	21.17	19.79	20.02	20.00	20.00
派息率	30.48	30.47	30.50	30.50	30.50

注 1: 由于小数位调整, 个别项目相加未必等于总数

注 2: 由于对个别公司财务数据作出一致性调整, 因此数字可能与财务报告不平

来源: 公司, 农银国际证券预测



工商银行 (1398HK/601398CH)
综合资产负债表(2017A-2021E)

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
现金及等价物	3,613,872	3,372,576	3,317,916	3,351,095	3,384,606
银行同业资产	1,834,242	1,696,498	1,887,554	2,055,462	2,208,641
投资证券	5,756,704	6,754,692	7,647,117	8,641,242	9,678,191
贷款和垫款净额	13,892,966	15,306,728	16,282,589	17,270,291	18,292,179
计息资产总额	25,097,784	27,130,494	29,135,176	31,318,090	33,563,618
物业及设备	247,744	290,404	286,561	292,292	301,061
其他资产	741,515	278,642	687,699	786,476	900,395
总资产	26,087,043	27,699,540	30,109,436	32,396,859	34,765,074
客户存款	19,562,936	21,186,473	22,740,858	24,325,346	25,862,364
银行同业负债	1,706,549	1,814,495	2,266,573	2,606,559	2,997,543
次级债务	526,940	617,842	742,875	876,593	1,016,847
计息负债总额	21,796,425	23,841,271	25,987,103	28,059,502	30,140,309
所得税项	70,644	84,741	96,192	109,659	123,915
递延所得税负债	433	1,217	1,873	2,341	2,856
其他负债	2,078,485	1,427,428	1,332,265	1,297,310	1,328,597
总负债	23,945,987	25,354,657	27,417,433	29,468,813	31,595,677
股本	442,458	442,458	562,539	562,539	562,539
储备金	1,685,033	1,887,543	2,113,647	2,348,741	2,589,254
少数股东权益	13,565	14,882	15,817	16,766	17,604
股东权益	2,141,056	2,344,883	2,692,003	2,928,046	3,169,397
增长 (%)					
现金及等价物	7.9	(6.7)	(1.6)	1.0	1.0
银行同业资产	18.1	(7.5)	11.3	8.9	7.5
投资证券	5.0	17.3	13.2	13.0	12.0
贷款和垫款净额	8.8	10.2	6.4	6.1	5.9
计息资产总额	8.4	8.1	7.4	7.5	7.2
物业及设备	0.6	17.2	(1.3)	2.0	3.0
其他资产	0.4	(62.4)	146.8	14.4	14.5
总资产	8.1	6.2	8.7	7.6	7.3
客户存款	9.7	8.3	7.3	7.0	6.3
银行同业负债	(15.4)	6.3	24.9	15.0	15.0
次级债务	47.2	17.3	20.2	18.0	16.0
计息负债总额	6.7	9.4	9.0	8.0	7.4
所得税项	34.2	20.0	13.5	14.0	13.0
递延所得税负债	(28.3)	181.1	53.9	25.0	22.0
其他负债	23.4	(31.3)	(6.7)	(2.6)	2.4
总负债	8.1	5.9	8.1	7.5	7.2
股本	0.0	0.0	27.1	0.0	0.0
储备金	10.3	12.0	12.0	11.1	10.2
少数股东权益	18.9	9.7	6.3	6.0	5.0
股东权益	8.1	9.5	14.8	8.8	8.2
主要财务指标 (%)					
核心一级资本充足率	12.77	12.98	13.20	12.57	12.74
资本充足率	15.14	15.39	16.77	16.34	16.62
不良贷款率	1.55	1.50	1.43	1.49	1.54
拨备率	2.39	2.68	2.86	2.92	2.97
拨备覆盖率	154.07	175.76	199.32	195.97	192.86

注 1: 由于小数位调整, 个别项目相加未必等于总数

注 2: 由于对个别公司财务数据作出一致性调整, 因此数字可能与财务报告不平

来源: 公司, 农银国际证券预测

权益披露

分析员，欧宇恒，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司，曾在过去12个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

股票评级的定义

评分	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	市场回报(-10%) \leq 股票投资回报 < 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 < 市场回报(-10%)

注：股票收益率=未来12个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自2008年以来的平均市场回报率(恒指总回报指数于2008-19年间的年复合增长率为10%)

目标价的时间范围：12个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

本报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或其任何附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环干诺道中50号中国农业银行大厦10楼农银国际证券有限公司

电话：(852) 21478863