

证券研究报告—动态报告

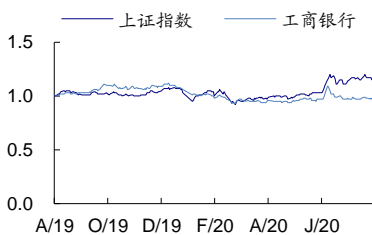
金融

银行

工商银行(601398)
买入
2020 年半年报点评

(维持评级)

2020 年 08 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	356,406/356,406
总市值/流通(百万元)	1,782,031/1,348,061
上证综指/深圳成指	3,404/13,851
12 个月最高/最低(元)	6.05/4.92

相关研究报告:

《工商银行-601398-2020 年一季报点评: 资产质量保持稳定》——2020-04-30
 《工商银行-601398-2019 年报点评: 客户基础稳步增长, 净息差下降》——2020-03-30
 《工商银行-601398-深度报告: 大象之舞: 工行的转型之路》——2019-10-28
 《工商银行-601398-2019 年三季报点评: 净息差回落, 拨备覆盖率上升》——2019-10-28
 《工商银行-601398-2019 年中报点评: 资产质量表现好于行业》——2019-08-30

证券分析师: 田维韦

电话: 021-60875161
 E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030002

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

资产大幅扩张, 增加不良确认和处置

● 加大拨备计提力度, 净利润同比下降 11.4%

上半年公司实现归母净利润 1488 亿元, 同比下降 11.4%, 一方面是净息差收窄带来净利息收入增速放缓; 另一方面是增加不良确认和处置, 加大拨备计提力度, 上半年资产减值损失同比增长 26.5%; 当期信用风险成本为 1.44%, 同比提升 19bps, 较一季度提升 5bps。

● 让利实体经济, 净息差收窄幅度较大

上半年贷款总额扩张 7.2%, 其中制造业贷款扩张 7.8%, 超过 2019 年全年 5.5% 的增速; 普惠性小微企业贷款增长 35.7%。

公司让利实体经济, 上半年净息差为 2.13%, 同比收窄 16bps, 较一季度收窄了 7bps, 主要是企业贷款收益率下降幅度较大。上半年贷款总额收益率 4.37%, 同比收窄 13bps, 其中个人贷款收益率提升了 11bps, 公司类贷款收益率下降 15bps。受益于同业负债利率大幅下行, 上半年公司计息负债成本率 1.71%, 同比下降了 5bps, 但公司存款成本率同比提升了 6bps, 主要是存款竞争加剧。

● 增加不良确认和处置, 拨备覆盖率略降

期末, 公司不良率 1.50%, 较 3 月末提升 7bps, (不良+关注) 比率为 3.91%, 较年初下降了 23bps; 逾期 90 天以上贷款比率 0.93%, 较年初下降了 17bps, “不良/逾期 90 天以上贷款” 比值较年初提升 32 个百分点至 162%, 表明上半年公司增加了不良确认和处置。期末, 公司拨备覆盖率 195%, 较 3 月末下降 5 个百分点。

● 投资建议: 维持“买入”评级

公司上半年经营数据基本符合预期, 考虑到公司持续让利实体经济, 同时主动增加不良确认和处置, 我们下调 2020~2022 年净利润至 8804/9467/10071 亿元, 对应同比增速-10.8%/3.3%/7.6%, 摊薄 EPS 为 0.77/0.79/0.86 元, 当前股价对应 PE 为 6.5x/6.3x/5.8x, PB 为 0.67x/0.63x/0.58x, 维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济形势持续走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

盈利预测和财务指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	773,789	855,164	880,397	946,718	1,007,144
(+/-%)	6.5%	10.5%	3.0%	7.5%	6.4%
净利润(百万元)	298,723	313,361	279,643	288,753	310,740
(+/-%)	3.9%	4.9%	-10.8%	3.3%	7.6%
摊薄每股收益(元)	0.82	0.86	0.77	0.79	0.86
总资产收益率(ROA)	1.10%	1.06%	0.89%	0.84%	0.85%
净资产收益率(ROE)	13.7%	12.5%	10.1%	9.7%	9.8%
市盈率(PE)	6.1	5.8	6.5	6.3	5.8
P/PPoP	3.3	3.1	3.1	2.9	2.7
市净率(PB)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

表 1: 估值表

收盘日:		收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
2020/8/30	2019A		2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601398.SH	工商银行	5.00	13.0%	10.7%	10.3%	4.9%	-10.8%	3.3%	0.72	0.67	0.63	5.8	6.5	6.3
601939.SH	建设银行	6.21	14.6%	12.2%	11.4%	4.7%	-10.0%	2.9%	0.74	0.68	0.63	5.3	5.8	5.7
601288.SH	农业银行	3.23	14.6%	13.8%	12.9%	4.6%	4.5%	4.4%	0.65	0.58	0.53	4.6	4.5	4.3
601988.SH	中国银行	3.30	13.9%	13.1%	12.2%	4.1%	3.9%	2.8%	0.59	0.53	0.49	4.4	4.2	4.1
601328.SH	交通银行	4.77	11.2%	9.3%	9.0%	5.0%	-11.0%	3.2%	0.51	0.48	0.45	4.8	5.4	5.2
601658.SH	邮储银行	4.68	12.0%	12.0%	12.4%	16.5%	12.7%	11.3%	0.82	0.75	0.69	7.4	6.5	5.8
600036.SH	招商银行	38.45	16.7%	15.2%	14.8%	15.3%	1.4%	8.5%	1.68	1.52	1.37	10.6	10.5	9.7
601166.SH	兴业银行	15.92	12.7%	10.4%	10.3%	8.7%	-10.5%	6.9%	0.68	0.63	0.59	5.6	6.3	5.9
600016.SH	民生银行	5.59	14.9%	12.6%	11.7%	6.9%	-10.8%	3.2%	0.55	0.50	0.46	3.8	4.1	4.0
600000.SH	浦发银行	10.46	15.4%	12.8%	11.6%	5.4%	-11.1%	0.2%	0.62	0.57	0.52	4.2	4.7	4.7
601998.SH	中信银行	5.24	13.3%	12.8%	12.0%	7.9%	5.8%	4.5%	0.58	0.52	0.47	4.5	4.3	4.1
000001.SZ	平安银行	15.13	11.2%	8.5%	9.0%	13.6%	-11.8%	13.4%	1.08	1.00	0.93	10.7	12.2	10.7
601818.SH	光大银行	3.88	15.1%	12.9%	12.1%	11.0%	-8.2%	5.1%	0.64	0.58	0.53	4.5	4.8	4.6
600015.SH	华夏银行	6.43	10.6%	10.1%	9.4%	5.0%	2.7%	2.0%	0.48	0.44	0.41	4.7	4.6	4.5
601169.SH	北京银行	4.88	10.4%	8.2%	8.1%	7.2%	-13.9%	2.3%	0.55	0.52	0.49	5.4	6.4	6.3
002142.SZ	宁波银行	36.33	17.8%	15.9%	15.8%	22.6%	13.1%	16.6%	2.55	2.06	1.81	16.2	14.3	12.2
600919.SH	江苏银行	6.46	11.0%	10.5%	10.4%	11.9%	2.8%	5.6%	0.68	0.63	0.58	6.4	6.2	5.8
600926.SH	杭州银行	12.58	12.7%	12.1%	12.4%	22.0%	11.5%	17.8%	1.42	1.15	1.05	11.8	10.5	8.9
601077.SH	渝农商行	5.26	13.5%	12.8%	11.5%	1.4%	7.7%	7.4%	0.85	0.68	0.62	6.6	6.1	5.7
002839.SZ	张家港行	6.41	8.7%	8.3%	8.7%	14.3%	1.8%	11.4%	1.13	1.06	0.99	13.2	12.9	11.5
601128.SH	常熟银行	8.52	13.2%	10.4%	11.5%	20.1%	1.4%	20.6%	1.38	1.28	1.18	11.8	12.9	10.7
平均			13.2%	11.7%	11.4%	10.4%	-0.9%	7.5%	0.91	0.81	0.74	7.3	7.4	6.7

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

价值评估 (倍)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
P/E	5.8	6.5	6.3	5.8	净利息收入	606,926	621,570	678,965	730,924
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	利息收入	1,038,154	1,067,267	1,167,685	1,250,935
P/PPoP	3.1	3.1	2.9	2.7	利息支出	431,228	445,697	488,720	520,011
市值/总资产(A股)	5.6%	5.1%	4.8%	4.5%	资产准备支出	178,957	222,001	250,491	262,864
股息收益率(税后)	5.3%	4.7%	4.8%	5.2%	拨备后净利息收入	427,969	399,568	428,473	468,061
					手续费净收入	155,600	166,189	175,115	183,581
					其他经营净收益	92,638	92,638	92,638	92,638
					营业净收入	855,164	880,397	946,718	1,007,144
					营业费用	285,639	309,984	336,426	356,989
					营业外净收入	1,221	1,221	1,221	1,221
					拨备前利润	569,525	570,413	610,292	650,155
					总利润	391,789	349,632	361,021	388,512
					所得税	78,428	69,989	72,269	77,772
					少数股东利润	1,137	1,137	1,137	1,137
					净利润	313,361	279,643	288,753	310,740
每股指标 (元)					资产负债表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	0.86	0.77	0.79	0.86	现金及存放同业	1,698,799	1,872,150	1,992,597	2,343,641
BVPS	6.93	7.44	8.00	8.61	央行准备金	3,317,916	3,599,939	3,887,934	4,198,969
PPoPPS	1.60	1.60	1.71	1.82	拆放金融企业	188,755	208,017	221,400	260,405
DPS	0.26	0.23	0.24	0.26	贷款	16,326,552	17,991,272	19,684,461	21,315,572
					贷款拨备	-434,767	-529,986	-596,316	-689,071
					债券投资	7,647,117	8,316,970	8,595,464	8,399,058
					固定资产	284,616	286,039	286,754	287,113
					递延税款净额	58,375	58,375	58,375	58,375
					其他资产	587,306	675,447	751,042	818,778
					盈利资产	29,179,139	31,988,348	34,381,856	36,517,645
					总资产	30,109,436	33,008,209	35,478,027	37,681,910
					金融企业存放	2,530,863	3,117,448	3,232,218	2,909,210
					存款	22,977,655	24,930,756	26,925,216	29,079,233
					应付款项	1,166,040	1,281,653	1,378,205	1,462,629
					发行债券	742,875	806,019	870,501	940,141
					付息负债	26,251,393	28,854,223	31,027,935	32,928,585
					总负债	27,417,433	30,135,876	32,406,140	34,391,214
					实收资本	356,407	356,407	356,407	356,407
					公积金	149,067	149,067	149,067	149,067
					一般准备	305,019	328,171	352,080	377,818
					未分配利润	1,368,536	1,498,444	1,645,927	1,808,685
					少数股东权益	15,817	15,817	15,817	15,817
					所有者权益	2,692,003	2,872,333	3,071,887	3,290,696
收入盈利增长					贷款结构				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
净利息收入增长	6.0%	2.4%	9.2%	7.7%	企业贷款	59%			
手续费收入增长	7.1%	6.8%	5.4%	4.8%	票据贴现	3%			
营业净收入增长	10.5%	3.0%	7.5%	6.4%	个人贷款	38%			
拨备前利润增长	6.9%	0.2%	7.0%	6.5%					
净利润增长	4.9%	-10.8%	3.3%	7.6%					
资产盈利能力					存款结构				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
RoAE	12.5%	10.1%	9.7%	9.8%	企业活期	29%			
RoAA	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	企业定期	23%			
RoAA(拨备前)	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%	储蓄活期	19%			
RoRWA	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%	储蓄定期	27%			
					其他存款	2%			
资产质量									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
不良资产率	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%					
拨备覆盖率	199%	191%	196%	214%					
拨备余额/全部贷款	2.6%	2.9%	2.9%	3.1%					
资本									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
资本充足率	17%	16%	16%	16%					
一级资本充足率	14%	15%	15%	15%					
财务杠杆(倍)	11.2	11.5	11.5	11.5					
风险加权资产比重	62%	60%	60%	60%					
核心一级资本充足率	13.2%	13.5%	13.5%	13.7%					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032