

**601398.SH**

# 增持

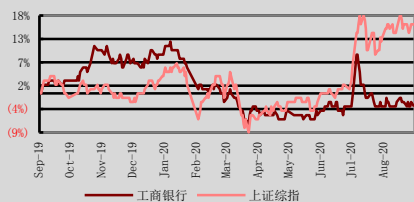
原评级: 买入

市场价格: 人民币 4.96

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 营收增速回升, 资产分类更加严格

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(12.5)	0.0	2.0	(3.1)
相对上证指数	(22.6)	(2.6)	(17.1)	(20.8)

发行股数(百万)	356,406
流通股(%)	76
总市值(人民币 百万)	1,767,775
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,379
资本充足率(%) (2020H)	16%
主要股东(%)	
中央汇金投资有限责任公司	35

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以 2020 年 8 月 31 日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《工商银行》 20200429
- 《工商银行》 20200329
- 《工商银行》 20181031

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

证券分析师: 励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

联系人: 熊颖

(8621)20328596

ying.xiong@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300118080005

## 工商银行

### 营收增速回升, 资产分类更加严格

考虑到工行作为国有大行, 在下半年扶持实体经济、减费让利方面仍将发挥“雁头”作用, 对公司资产端收益率、手续费收入增长都将暂时带来一定影响, 同时下半年 LPR 改革的持续推进也将使得公司息差进一步承压, 因此我们下调公司评级至增持。

**支撑评级的要点**

- 营收增速回升, 信贷成本大幅提升

工行上半年净利息收入由于息差的下行拖累, 同比增 2.42%, 增速较 1 季度下行 1.69 个百分点。上半年手续费收入同比增 0.5%, 增速较 1 季度下降 2 个百分点, 主要在于工行落实减费让利政策, 结算清算及现金管净利息收入, 私人银行、投资银行和担保及承诺等业务收入均同比减少。尽管净利息收入的降幅较 1 季度收窄, 使得工行上半年营业收入同比增 1.25%, 增速较 1 季度 (-3.62%) 反而有所改善。为了应对疫情给银行经营带来的潜在风险, 公司在上半年加大了拨备计提力度, 信贷成本从 1.01% 同比提升 0.47 个百分点至 1.48%, 拖累净利润由拨备前的同比增 2.1% 下降至 -11.4%。

- 2 季度息差环比下行, 同业负债占比提升

工商银行上半年净息差 2.13%, 较 1 季度下行 7BP, 同比降 16BP, 主要是受到生息资产端收益率降幅较大的影响。上半年工行持续让利, 实体经济, 降低贷款定价, 同时随着 LPR 改革的持续推进, 生息资产端收益率较年初下降 15BP, 而负债端成本仅下行 5BP, 难以对冲资产端收益下行带来的影响。展望下半年, 工行作为国有大行, 在落实国家减费让利政策, 降低贷款利率帮扶实体经济方面仍将发挥重要作用, 资产端收益率仍将延续下行趋势, 而负债端存款占比较高 (82.6%, 2020H), 成本相对刚性, 我们预计下半年公司息差还将小幅收窄。截止半年末, 工行资产负债两端均保持较快增长, 资产规模同环比增 10.4%/3.17%, 信贷投放积极, 半年末同环比分别增 10.4%/2.53%, 同比增速创近两年新高。负债端, 工行存款也保持较快增长, 半年末同环比分别增 8.40%/3.50%。

- 账面不良上行, 资产质量分类更加扎实

工行半年末不良率 1.50%, 环比提升 7BP。不良率的上行一方面和疫情带来的风险有关, 另一方面也是公司做实资产质量, 进一步严格不良分类的结果。可以看到公司半年末关注类贷款较年初下降 30BP 至 2.41%。同时半年末公司逾期 90 天以上贷款/不良贷款的比例为 61.9%, 较年初水平 (77.1%) 下降 15.2 个百分点。根据我们测算, 公司 2 季度加回核销的不良生成率为 1.32%, 较 1 季度 (1.16%) 小幅上行 12BP。工商银行半年末拨备覆盖率为 195%, 环比 1 季度下降 4.68 个百分点, 拨备覆盖率处于行业中游水平。

**估值**

我们下调公司 2020/2021 年 EPS 至 0.78/0.85 元/股 (原为 0.90/0.93 元/股), 对应净利润增速为 -10.8%/9.2% (原为 2.4%/3.9%), 目前股价对应 2020/2021 年 PE 为 6.35x/5.81x, PB 为 0.66x/0.61x。

**评级面临的主要风险**

- 经济下行导致资产质量恶化超预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入-扣除其他成本	725,603	776,252	792,714	852,458	910,849
变动(%)	7.5%	7.0%	2.1%	7.5%	6.8%
净利润	297,676	312,224	278,584	304,306	335,052
变动(%)	4.1%	4.9%	-10.8%	9.2%	10.1%
净资产收益率(%)	13.9%	13.2%	10.9%	11.0%	11.2%
每股收益(元)	0.84	0.88	0.78	0.85	0.94
原预测(元)			0.90	0.93	
变动(%)			(13.3)	(8.6)	
市盈率(倍)	5.94	5.66	6.35	5.81	5.28
市净率(倍)	0.79	0.72	0.66	0.61	0.57

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2020 年半年报摘要 (百万)

	2020 年 1-6 月	2019 年 1-6 月	同比增减 (%)
利息净收入	306,549	299,301	2.4
手续费及佣金净收入	88,900	88,501	0.5
其他营业收入	53,007	55,113	(3.8)
营业收入	448,456	442,915	1.3
业务及管理费	82,950	82,880	0.1
信用减值损失	125,456	99,180	26.5
营业利润	189,154	208,931	(9.5)
利润总额	189,351	209,209	(9.5)
净利润	149,796	168,690	(11.2)
归属于母公司股东的净利润	148,790	167,931	(11.4)

资料来源：公司公告，中银证券

## 事项：

工商银行公布 2020 年半年报，2020 年上半年净利润同比-11.4%。总资产 33.1 万亿元 (+10.4%，YoY/+3.17%，QoQ)。其中贷款+10.4%YoY/+2.53%QoQ；存款+8.40%YoY/+3.50%QoQ。营业收入同比+1.25%。净息差 2.13% (-16bp, YoY)，利息净收入同比+2.42%，手续费净收入同比+0.45%。成本收入比 18.5% (-21bp, YoY)。不良贷款率 1.50% (+7bp, QoQ)。拨备覆盖率 195% (-4.68pct, QoQ)，拨贷比 2.92%。公司年化 ROA0.95% (-22bp, YoY)；年化 ROE 11.7% (-2.71pct, YoY)，公司核心一级资本充足率 12.7% (-45bp, QoQ)，资本充足率 16.0% (-52bp, QoQ)。

## 营收增速回升，信贷成本大幅提升

工行上半年净利息收入由于息差的下行拖累，同比增 2.42%，增速较 1 季度下行 1.69 个百分点。上半年手续费收入同比增 0.5%，增速较 1 季度下降 2 个百分点，主要在于工行落实减费让利政策，结算清算及现金管理、私人银行、投资银行和担保及承诺等业务收入均同比减少。尽管净利息收入和手续费收入同比增速均较 1 季度有所下行，但由于其他业务收入的降幅较 1 季度收窄，使得工行上半年营业收入同比增 1.25%，增速较 1 季度 (-3.62%) 反而有所改善。为了应对疫情给银行经营带来的潜在风险，公司在上半年加大了拨备计提力度，信贷成本从 1.01% 同比提升 0.47 个百分点至 1.48%，拖累净利润由拨备前的同比增 2.1% 下降至 -11.4%。

## 2 季度息差环比下行，同业负债占比提升

工商银行上半年净息差 2.13%，较 1 季度下行 7BP，同比降 16BP，主要是受到生息资产端收益率降幅较大的影响。上半年工行持续让利实体经济，降低贷款定价，同时随着 LPR 改革的持续推进，生息资产端收益率较年初下降 15BP，而负债端成本仅下行 5BP，难以对冲资产端收益下行带来的影响。展望下半年，工行作为国有大行，在落实国家减费让利政策，降低贷款利率帮扶实体经济发展方面仍将发挥重用作用，资产端收益率仍将延续下行趋势，而负债端存款占比较高 (82.6%，2020H)，成本相对刚性，我们预计下半年公司息差还将小幅收窄。截止半年末，工行资产负债两端均保持较快增长，资产规模同环比增 10.4%/3.17%，信贷投放积极，半年末同环比分别增 10.4%/2.53%，同比增速创近两年新高。负债端，工行存款也保持较快增长，半年末同环比分别增 8.40%/3.50%。同时在市场资金利率下行背景下，工行的同业负债环比增 40%，在负债中的占比提升较年初提升 1.5 个百分点至 10.7%。

### 账面不良上行，资产质量分类更加扎实

工行半年末不良率 1.50%，环比提升 7BP。不良率的上行一方面和疫情带来的风险有关，另一方面也是公司做实资产质量，进一步严格不良分类的结果。可以看到公司半年末关注类贷款较年初下降 30BP 至 2.41%。同时半年末公司逾期 90 天以上贷款/不良贷款的比例为 61.9%，较年初水平（77.1%）下降 15.2 个百分点。根据我们测算，公司 2 季度加回核销的不良生成率为 1.32%，较 1 季度（1.16%）小幅上行 12BP。工商银行半年末拨备覆盖率为 195%，环比 1 季度下降 4.68 个百分点，拨备覆盖率处于行业中游水平。

### 投资建议

工商银行营收增速较一季度有所回升，但拨备计提力度的加大使得归母净利润出现负增。2 季度公司存贷规模均较快增长，账面不良环比上行，但不良认定更加严格，资产质量总体稳定。考虑到下半年公司息差仍有收窄可能，以及拨备计提力度的加大，我们下调公司 2020/2021 年 EPS 至 0.78/0.85 元/股（原为 0.90/0.93 元/股），对应净利润增速为 -10.8%/9.2%（原为 2.4%/3.9%），目前股价对应 2020/2021 年 PE 为 6.35x/5.81x，PB 为 0.66x/0.61x。考虑到工行作为国有大行，在下半年扶持实体经济、减费让利方面仍将发挥“雁头”作用，对公司资产端收益率、手续费收入增长都将暂时带来一定影响，同时下半年 LPR 改革的持续推进也将使得公司息差进一步承压，因此我们下调公司评级至增持。

### 风险提示

**经济下行导致资产质量恶化超预期。**银行作为顺周期行业，公司业务发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。

损益表(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	0.84	0.88	0.78	0.85	0.94
BVPS (摊薄/元)	6.30	6.93	7.48	8.08	8.73
每股股利	0.25	0.26	0.23	0.26	0.28
分红率(%)	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
<b>资产负债表 (Rmb bn)</b>					
贷款总额	15,459	16,805	18,402	20,150	22,064
证券投资	6,826	7,715	8,873	10,204	11,734
应收金融机构的款项	1,696	1,888	2,265	2,265	2,265
生息资产总额	26,941	29,247	32,453	35,715	39,374
资产合计	27,700	30,109	33,409	36,767	40,535
客户存款	21,409	22,978	24,816	26,801	28,945
计息负债总额	24,357	26,251	28,893	31,584	34,445
负债合计	25,355	27,417	30,521	33,662	37,197
股本	356	356	356	356	356
股东权益合计	2,330	2,676	2,871	3,087	3,318
<b>利润表 (Rmb bn)</b>					
净利息收入	572.52	606.93	621.83	670.58	720.56
净手续费及佣金收入	145.30	155.60	157.16	168.16	176.56
营业收入	725.60	776.25	792.71	852.46	910.85
营业税金及附加	(7.78)	(7.68)	(7.84)	(8.43)	(9.01)
拨备前利润	534.01	570.75	582.82	626.66	669.50
计提拨备	(161.59)	(178.96)	(233.25)	(244.80)	(249.06)
税前利润	372.41	391.79	349.58	381.85	420.43
净利润	297.68	312.22	278.58	304.31	335.05
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	1.52	1.43	1.48	1.48	1.48
NPLs	235.08	240.19	272.35	298.22	326.55
拨备覆盖率(%)	176	199	215	229	236
拨贷比(%)	2.67	2.85	3.18	3.39	3.49
一般准备/风险加权资(%)	2.40	2.57	2.82	2.99	3.06
不良贷款生成率(%)	0.69	0.73	0.90	0.90	0.90
不良贷款核销率(%)	(0.60)	(0.70)	(0.72)	(0.77)	(0.77)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营管理 (%)</b>					
贷款增长率	8.61	8.71	9.50	9.50	9.50
生息资产增长率	6.97	8.56	10.96	10.05	10.25
总资产增长率	6.18	8.70	10.96	10.05	10.25
存款增长率	11.35	7.33	8.00	8.00	8.00
付息负债增长率	8.22	7.78	10.06	9.31	9.06
净利息收入增长率	9.66	6.01	2.46	7.84	7.45
手续费及佣金净收入增长率	4.07	7.09	1.00	7.00	5.00
营业收入增长率	7.53	6.98	2.12	7.54	6.85
拨备前利润增长率	8.45	6.88	2.12	7.52	6.84
税前利润增长率	2.13	5.20	(10.77)	9.23	10.10
净利润增长率	4.06	4.89	(10.77)	9.23	10.10
非息收入占比	20.02	20.05	19.83	19.73	19.38
成本收入比	25.50	25.64	25.64	25.64	25.64
信贷成本	1.09	1.11	1.33	1.27	1.18
所得税率	19.79	20.02	20.02	20.02	20.02
<b>盈利能力 (%)</b>					
NIM	2.30	2.24	2.09	2.04	1.99
拨备前 ROAA	1.99	1.97	1.84	1.79	1.73
拨备前 ROAE	23.96	22.80	21.01	21.03	20.90
ROAA	1.11	1.08	0.88	0.87	0.87
ROAE	13.89	13.25	10.85	10.97	11.18
<b>流动性 (%)</b>					
分红率	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
贷存比	72.21	73.14	74.15	75.18	76.23
贷款/总资产	55.81	55.81	55.08	54.80	54.43
债券投资/总资产	24.64	25.62	26.56	27.75	28.95
银行同业/总资产	6.12	6.27	6.78	6.16	5.59
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	12.98	13.20	12.79	12.56	12.32
资本充足率	15.39	16.77	15.99	15.47	14.96
加权风险资产-一般法	17,191	18,617	20,735	22,819	25,157
% RWA/总资产(%)	62.06	62.06	62.06	62.06	62.06

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371