

2020年10月31日

不良压力显现，盈利降幅如期收窄

买入(维持)

事件: 工商银行2020年前三季度营业收入6656.93亿元, 同比增长2.9%; 归属于本行股东净利润2286.75亿元, 同比增长-9.2%, 对应EPS为0.64元/股。期末总资产33.47万亿元, 较期初增长11.17%; 归属于本行普通股股东净资产为2.58万亿元, 较期初增长4.47%, 对应BVPS为7.24元/股。

投资要点

- 盈利预测与投资评级:** 国有大行作为今年“让利实体”的主体, 市场对于盈利增速、净息差及资产质量指标的压力已有充分预期, 估值中也已充分反映。工商银行第三季度盈利降幅收窄, 同时资产质量压力有所显化, 总体业绩符合预期。随着宏观环境回暖, 市场对国有大行的信心企稳, 目前对于分红比例调整的担忧也有所弱化, 我们判断市场预期的改善将领先于净息差、资产质量等财务指标的改善, 预计三季报后国有大行进入估值修复阶段。预计工商银行2020、2021年盈利增速分别为-6.2%、5.1%, 目前A股/H股估值对应0.61/0.47x2021PB、5.8/4.4x2021PE, 2021年股息率5.26%/6.85%, 考虑估值处于明显低位, 仍然维持“买入”评级。
- 工商银行三季度业绩总体符合预期, 净息差收窄、盈利降幅趋缓。** 公司前三季度盈利增速-9.15%, 第三季度单季增速收窄至-4.65%。分拆来看: ①净息差环比下行3BP至2.10%, 同比降低16BP, 下降幅度趋缓, 我们测算单季度净息差环比小幅下行2BP, 但预计未来两个季度伴随存量贷款的重定价, 净息差可能继续小幅下行; 此外, 公司前三季度生息资产平均余额环比增速放缓至2.1%, 规模和价格因素共同造成单季度净利息收入增速降至1.6%。②前三季度非利息收入同比增长4.7%, 其中手续费及佣金净收入同比仅增长0.3%, 预计支付结算、银行卡等业务仍受到疫情影响; 其他非息收入同比增长12.6%, 其中投资收益大幅增长, 主要是保本理财产品到期后兑付客户金额减少所致。③前三季度成本收入比同比降低0.46pct至19.55%, 但信用减值继续拖累ROA, 第三季度计提减值542.74亿元, 环比二季度减少17.72%, 造成净利润的降幅收窄, 但同时拨备覆盖率也环比降低4.5pct至190.19%, 位居国有大行中游。
- 三季度信贷投放总体平稳, 对公与零售贷款增长均衡。** 三季度末工商银行贷款总额(不含应计利息)环比小幅增长2.6%, 增速与二季度相当。其中, 公司贷款(不含票据贴现)、零售贷款分别环比增长2.63%和2.89%, 年初至今公司贷款和零售贷款的增速分别为11.07%和9.12%, 不同类别贷款的增速总体均衡。存款端, 公司三季度末存款总额(不含应计利息)环比增长2.05%, 其中定期存款、活期存款分别环比增长2.83%和0.87%, 活期存款占比重较二季度降低57BP至48.5%, 定期存款比重上升, 虽然高成本的结构存款逐步压降, 但存款的激烈市场竞争仍有压力。
- 不良“双升”符合市场预期, 国有大行的资产质量压力开始显化。** 工商银行三季度末不良率环比继续上行5BP至1.55%, 较期初上升12BP, 但市场对此有所预期。在不良率上行、信用减值环比减少的情况下, 三季度末拨备覆盖率环比降低4.5pct至190.19%, 从三季报的情况来看, 国有大行在让利实体的导向下确实面临一定资产质量的压力, 但公司在业绩发布会中提到逾期贷款与不良贷款的剪刀差连续两个季度为负值, 也反映出公司在不良认定上更为严格。目前市场普遍预期国有大行的资产质量风险可能在明年上半年逐步出清, 我们判断自本次三季报起信用风险压力将逐步显化, 后续随着宏观环境改善, 市场担忧将逐步弱化, 预期开始企稳。
- 风险提示:** 1) 利差快速收窄; 2) 不良率上行; 3) 融资需求大幅下滑。

证券分析师 马祥云

执业证号: S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航

taozhh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.92
一年最低/最高价	4.68/5.85
市净率(倍)	0.68
流通A股市值(百万元)	1326492.09

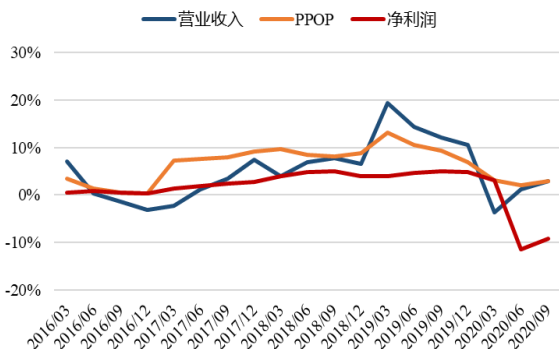
基础数据

每股净资产(元)	7.24
资产负债率(%)	91.57
总股本(百万股)	356406.26
流通A股(百万股)	269612.21

相关研究

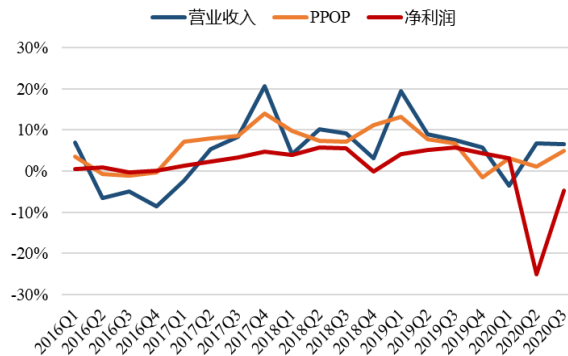
- 《工商银行(601398): 2019年三季度报点评: 资产质量持续向好, 核心资产价值显露》2019-10-26
- 《工商银行(601398): 2019年中报点评: 资产质量持续改善提升配置价值》2019-09-01

图 1: 2016/03~2020/09 工商银行累计盈利增速



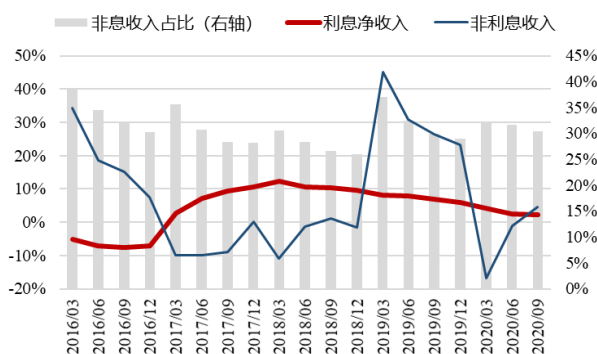
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 2: 2016Q1~2020Q3 工商银行单季度盈利增速



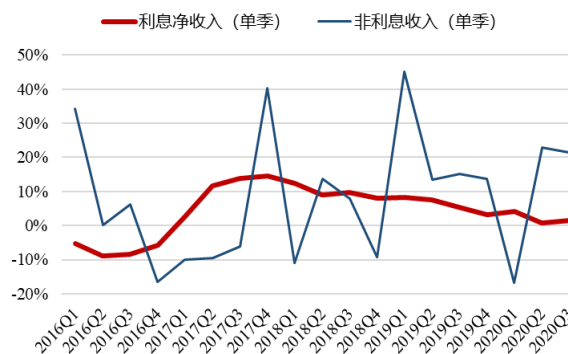
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 3: 2016/03~2020/09 工商银行利息收入增速及结构



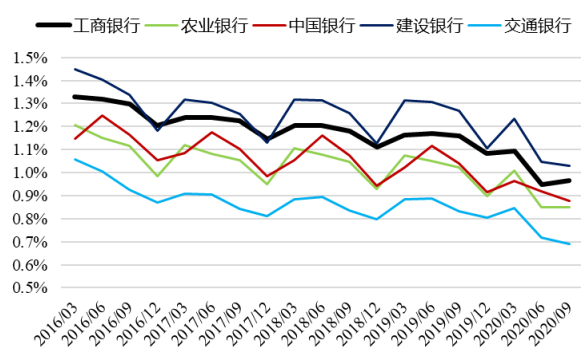
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 4: 2016Q1~2020Q3 工商银行单季度利息收入增速



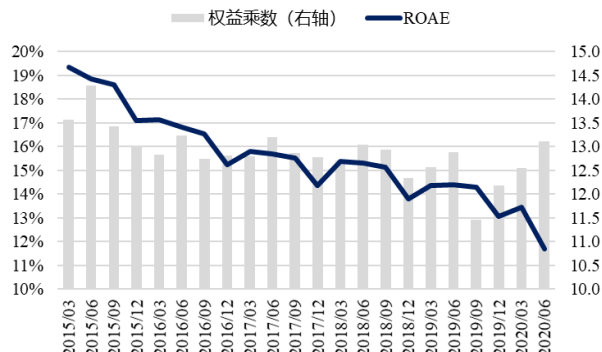
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 5: 2016/03~2020/09 工商银行及可比银行 ROAA



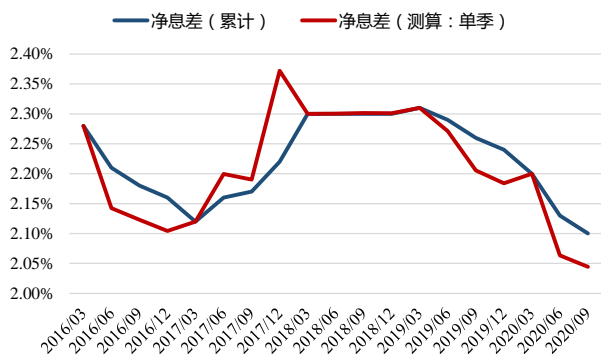
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 6: 2016/03~2020/09 工商银行 ROAE 及权益乘数



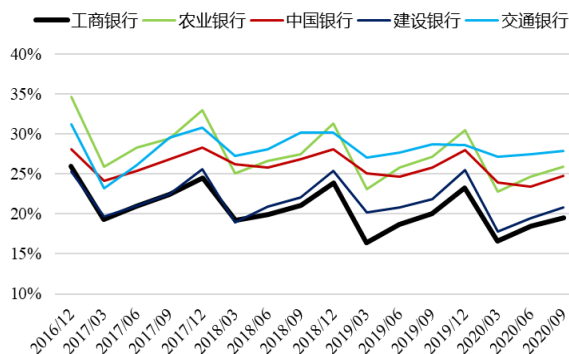
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 7：2016/03~2020/09 工商银行净息差



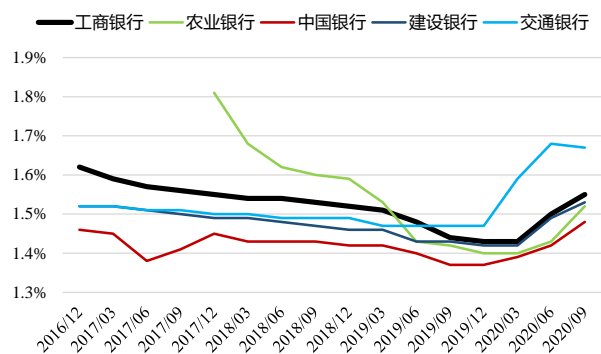
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 8：2016/03~2020/09 工商银行成本收入比



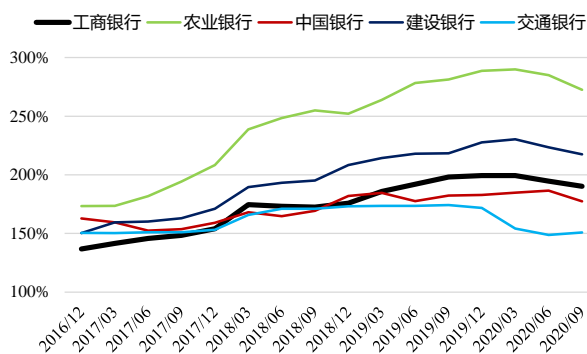
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 9：2016/03~2020/09 国有大型银行不良贷款率



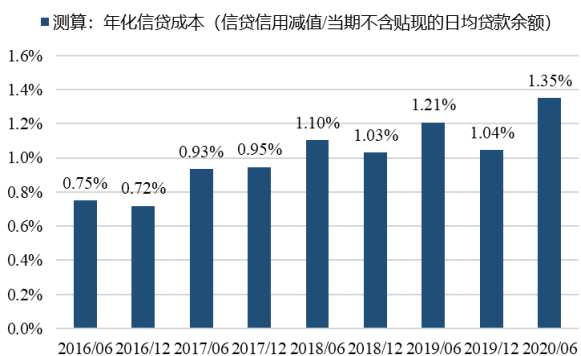
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 10：2016/03~2020/09 国有大型银行拨备覆盖率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

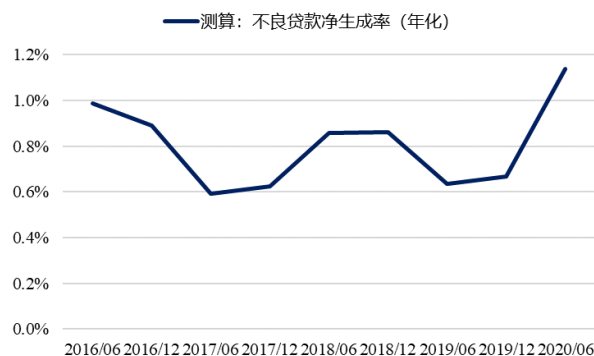
图 11：2016/06~2020/06 工商银行年化信贷成本



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

年化信贷成本=信贷资产减值/贷款及垫款日均余额

图 12：2016/06~2020/06 工商银行不良贷款净生成率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

年化不良贷款净生成率=(不良贷款净增量+核销规模)/期初贷款总额

工商银行财务报表指标及盈利预测 (单位: 百万元)

合并资产负债表						合并利润表					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产合计	27,699,540	30,109,436	34,023,663	37,426,029	40,794,372	营业收入	773,789	855,164	875,634	947,274	1,032,442
现金及存放中央银行款项	3,372,576	3,317,916	3,402,366	3,742,603	4,079,437	利息净收入	572,518	606,926	619,652	671,786	742,139
客户贷款及垫款	15,046,132	16,326,552	18,542,896	20,472,038	22,436,904	手续费及佣金净收入	145,301	155,600	158,712	171,409	179,979
金融投资	6,754,692	7,647,117	8,131,655	8,944,821	9,790,649	投资收益等其他业务收入	55,970	92,638	97,270	104,079	110,324
FVTPL 金融投资	805,347	962,078	952,663	1,010,503	1,101,448	营业支出	402,602	464,596	514,618	568,011	618,514
以摊余成本计量的金融投资	4,519,182	5,208,167	5,545,857	6,100,443	6,649,483	业务及管理费	185,041	199,050	192,639	220,715	242,624
FVTOCI 金融投资	1,430,163	1,476,872	1,633,136	1,833,875	2,039,719	资产减值损失	161,594	178,957	239,640	256,415	276,928
存放同业及其他金融机构款项	384,646	475,325	442,308	486,538	530,327	营业利润	371,187	390,568	361,015	379,262	413,928
拆出资金	577,803	567,043	663,461	729,808	775,093	税前利润	372,413	391,789	362,820	381,159	415,998
买入返售金融资产	734,049	845,186	850,592	860,799	938,271	净利润	298,723	313,361	293,885	308,738	332,798
贵金属	181,292	238,061	204,142	224,556	203,972	归属于母公司股东净利润	297,676	312,224	292,818	307,618	331,591
其他资产合计	648,350	692,236	1,786,242	1,964,867	2,039,719						
负债合计	25,354,657	27,417,433	31,121,449	34,305,193	37,436,752	财务指标					
向中央银行借款	481	1,017	1,154	1,272	1,389	资产总计增速	6.2%	8.7%	13.0%	10.0%	9.0%
同业及其他金融机构存放款项	1,328,246	1,776,320	2,116,259	2,264,143	2,433,389	客户贷款及垫款增速	8.3%	8.5%	13.6%	10.4%	9.6%
拆入资金	486,249	490,253	622,429	617,493	673,862	负债总计增速	5.9%	8.1%	13.5%	10.2%	9.1%
交易性金融负债	87,400	102,242	93,364	102,916	112,310	客户存款增速	11.4%	7.3%	13.0%	10.0%	9.0%
衍生金融负债	73,573	85,180	62,243	68,610	74,874	营业收入增速	6.5%	10.5%	2.4%	8.2%	9.0%
卖出回购款项	514,801	263,273	311,214	308,747	336,931	利息净收入增速	9.7%	6.0%	2.1%	8.4%	10.5%
存款证	341,354	341,355	373,457	411,662	449,241	手续费及佣金净收入增速	4.1%	7.1%	2.0%	8.0%	5.0%
客户存款	21,408,934	22,977,655	25,964,750	28,561,225	31,131,735	成本收入比	23.9%	23.3%	22.0%	23.3%	23.5%
已发行债务证券	617,842	742,875	778,036	857,630	935,919	所得税率	20%	20%	19%	19%	20%
其他负债合计	495,777	637,263	798,541	1,111,494	1,287,103	归属于母公司股东净利润增速	3.9%	4.9%	-6.2%	5.1%	7.8%
股东权益	2,344,883	2,692,003	2,902,214	3,120,836	3,357,619	EPS	1.00	1.05	0.81	0.85	0.92
股本	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407	BVPS	7.59	8.39	7.46	8.07	8.73
其他权益工具	86,051	206,132	225,819	225,819	225,819	ROAE	13.79%	13.05%	11.24%	10.95%	10.93%
资本公积	151,968	149,067	149,067	149,067	149,067	ROAA	1.11%	1.08%	0.92%	0.86%	0.85%
其他综合收益	(11,875)	(1,266)	(7,548)	(5,532)	(5,000)	净利息收益率	2.31%	2.26%	2.08%	2.05%	2.07%
盈余公积	261,720	292,291	320,694	350,533	382,698	不良贷款率	1.52%	1.43%	1.53%	1.48%	1.45%
一般准备	279,064	305,019	329,323	354,855	382,377	拨备覆盖率	175.8%	199.3%	190.0%	200.0%	210.0%
未分配利润	1,206,666	1,368,536	1,510,458	1,670,337	1,845,434	分红比例	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
归属于母公司股东的权益	2,330,001	2,676,186	2,884,220	3,101,487	3,336,802	估值指标					
少数股东权益	14,882	15,817	17,994	19,349	20,817	P/E (A 股)	4.9	4.7	6.1	5.8	5.4
						P/E (H 股)	3.8	3.6	4.7	4.4	4.1
						P/B (A 股)	0.65	0.59	0.66	0.61	0.56
						P/B (H 股)	0.50	0.45	0.51	0.47	0.43
						股息率 (A 股)	5.09%	5.34%	5.01%	5.26%	5.67%
						股息率 (H 股)	6.63%	6.95%	6.52%	6.85%	7.38%
资产负债指标											
生息资产平均余额	24,868,243	27,047,239	29,790,949	32,770,044	35,852,133						
计息负债平均余额	22,830,845	24,541,436	27,852,988	30,487,073	33,201,226						
归属于母公司普通股股东权益	2,243,950	2,470,054	2,658,401	2,877,589	3,112,328						

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所测算及预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>