

工商银行(601398)

报告日期: 2020年12月30日

盈利修复, 息差微升

——工商银行 2020 年三季度报点评

✍ 分析师: 邱冠华 S1230520010003
✍ 分析师: 梁凤洁 S1230520100001
✉ TEL: 02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

报告导读

盈利迎来拐点, 息差稳中略升, 不良边际上行。

投资要点

□ 业绩概览

工商银行 20Q1-3 归母净利润同比-9.2%, 较 20H1 +2.2pc, 营收同比+2.9%, 环比提升 1.6pc; 20Q3 单季度归母净利润同比-4.7%, 环比+20.5pc。ROE 11.5%, ROA 0.97%。单季息差(期初期末口径) 1.91%, 环比+1bp; 不良率 1.55%, 环比+5bp; 拨备覆盖率 190%, 环比下降 4.5pc。

□ 经营特点

1、**盈利迎来拐点。**20Q1-3 累计归母净利润同比-9.2%, 较 20H1 好转 2.1pc, 驱动因素是非息收入超预期大幅提升, 贡献转负为正, 主要归因于保本理财产品到期, 兑付客户金额减少; 拖累因素主要来自资产减值损失与息差拖累进一步加深。展望未来, 随着经济恢复, 资产质量好转, 盈利增速有望修复。

2、**息差稳中略升。**20Q3 单季净息差 1.91%, 环比 Q2 提升 1bp, 主要归因于负债端成本率改善, 抵御资产端收益率下行压力。20Q3 单季负债端成本率环比 20Q2 改善 6bp。判断主要归因于负债结构改善, 高息结构性存款压降。展望未来, 预计资产端收益率下行趋势减缓, 息差有望进一步提升。

3、**不良边际上行。**20Q3 不良率 1.55%, 环比提升 5bp。风险抵补能力方面, 拨备覆盖率 190%, 环比下降 4.5pc, 判断归因于不良生成水平仍处于较高位置, 资产质量压力仍然较大。展望未来, 随着经济修复, 实际资产质量压力有望缓解, 预计不良生成水平将边际企稳。

□ 盈利预测及估值

盈利增速迎来拐点, 息差稳中略升, 不良边际上行。预计 2020-2022 年工商银行归母净利润同比增速分别为+0.00%/+4.11%/+8.23%, 对应 EPS 0.86/0.90/0.97 元股。现价对应 2020-2022 年 5.77/5.54/5.11 倍 PE, 0.67/0.61/0.56 倍 PB。目标价 5.98 元, 对应 20 年 0.80 倍 PB, 买入评级。

□ **风险提示: 宏观经济失速, 疫情二次反复, 美国制裁风险。**

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	855,164	869,153	936,393	1,022,928
(+/-)	10.52%	1.64%	7.74%	9.24%
净利润	312,224	312,232	325,050	351,790
(+/-)	4.89%	0.00%	4.11%	8.23%
每股净资产(元)	6.93	7.48	8.12	8.82
P/B	0.72	0.67	0.61	0.56

评级

买入

上次评级 首次评级

当前价格 ¥4.95

单季度业绩

元/股

3Q/2020 0.23

2Q/2020 0.18

1Q/2020 0.24

4Q/2019 0.17



公司简介

相关报告

报告撰写人: 邱冠华/梁凤洁

点评报告

行业公司研究——银行 II 行业

证券研究报告

表 1：工商银行 2020 年三季度数据概览

维度	单位：百万元	19Q1-3	20H1	20Q1-3	QoQ	YoY	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	QoQ
利润指标	ROE (年化)	14.3%	11.7%	11.5%	-0.2pc	-2.8pc	13.2%	9.1%	12.4%	9.4%	11.5%	2.2pc
	ROA (年化)	1.16%	0.95%	0.97%	2bp	-19bp	1.11%	0.80%	1.09%	0.79%	0.96%	17bp
	拨备前利润	450,910	314,807	463,856	2.9%	2.9%	142,521	119,836	166,612	148,195	149,049	0.6%
	同比增速	9.1%	2.1%	2.9%	0.8pc	-6.2pc	7.3%	-0.6%	2.9%	1.1%	4.6%	3.5pc
	归母净利润	251,712	148,790	228,675	-9.2%	-9.2%	83,781	60,512	84,494	64,296	79,885	24.2%
	同比增速	5.0%	-11.4%	-9.2%	2.2pc	-14.2pc	5.8%	4.2%	3.0%	-25.2%	-4.7%	20.5pc
	EPS (未年化)	0.71	0.42	0.64	-9.2%	-9.2%	0.24	0.17	0.24	0.18	0.22	24.2%
	BVPS (未年化)	6.79	7.08	7.24	2.2%	6.7%	6.79	6.93	7.18	7.08	7.24	2.2%
收入拆分	营业收入	646,942	448,456	665,693	2.9%	2.9%	204,027	208,222	226,979	221,477	217,237	-1.9%
	同比增速	12.1%	1.3%	2.9%	1.6pc	-9.2pc	7.6%	5.8%	-3.6%	6.8%	6.5%	-0.3pc
	利息净收入	453,146	306,549	462,818	2.1%	2.1%	153,845	153,780	154,287	152,262	156,269	2.6%
	生息资产(期初期末平均, 注1)	28,835,699	31,290,437	31,744,627	1.5%	10.1%	29,592,157	29,702,485	30,569,320	32,011,554	32,653,007	2.0%
	净息差(日均余额口径)	2.26%	2.13%	2.10%	-3bp	-16bp	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
	净息差(期初期末口径)	2.10%	1.96%	1.94%	-2bp	-15bp	2.08%	2.07%	2.02%	1.90%	1.91%	1bp
	生息资产收益率(期初期末口径)	3.58%	3.39%	3.35%	-4bp	-24bp	3.61%	3.54%	3.46%	3.31%	3.27%	-4bp
	付息负债成本率(期初期末口径)	1.68%	1.61%	1.59%	-3bp	-9bp	1.73%	1.67%	1.63%	1.59%	1.53%	-6bp
	非利息净收入	193,796	141,907	202,875	4.7%	4.7%	50,182	54,442	72,692	69,215	60,968	-11.9%
	手续费净收入	124,635	88,900	124,970	0.3%	0.3%	36,134	30,965	47,283	41,617	36,070	-13.3%
	其他非息收入	69,161	53,007	77,905	12.6%	12.6%	14,048	23,477	25,409	27,598	24,898	-9.8%
	业务及管理费	129,426	82,950	130,114	0.5%	0.5%	46,546	69,624	37,728	45,222	47,164	4.3%
	成本收入比	20.01%	18.50%	19.55%	1.0pc	-0.5pc	22.81%	33.44%	16.62%	20.42%	21.71%	1.3pc
	资产减值损失	137,756	125,456	179,730	30.5%	30.5%	38,576	41,201	59,492	65,964	54,274	-17.7%
	贷款减值损失	127,639	111,705	160,030	25.4%	25.4%	35,743	34,469	53,891	57,814	48,325	-16.4%
	信用成本	1.06%	1.29%	1.21%	-7bp	15bp	0.87%	0.83%	1.26%	1.30%	1.06%	-24bp
	所得税费用	60,466	39,555	53,953	-10.8%	-10.8%	19,947	17,962	22,107	17,448	14,398	-17.5%
	有效税率	19.31%	20.89%	18.99%	-1.9pc	-0.3pc	19.19%	22.84%	20.64%	21.22%	15.19%	-6.0pc
规模增长	总资产	30,426,381	33,112,010	33,471,851	1.1%	10.0%	30,426,381	30,109,436	32,094,478	33,112,010	33,471,851	1.1%
	生息资产余额	29,791,064	32,498,373	32,807,640	1.0%	10.1%	29,791,064	29,613,906	31,524,734	32,498,373	32,807,640	1.0%
	贷款总额	16,660,486	17,975,652	18,443,307	2.6%	10.7%	16,660,486	16,761,319	17,515,921	17,975,652	18,443,307	2.6%
	对公贷款	10,429,235	11,205,721	11,477,600	2.4%	10.1%	10,429,235	10,377,695	10,967,817	11,205,721	11,477,600	2.4%
	个人贷款	6,231,251	6,769,931	6,965,707	2.9%	11.8%	6,231,251	6,383,624	6,548,104	6,769,931	6,965,707	2.9%
	同业资产	2,289,265	2,614,590	2,574,086	-1.5%	12.4%	2,289,265	1,887,554	1,870,779	2,614,590	2,574,086	-1.5%
	金融投资	7,454,996	8,365,593	8,580,136	2.6%	15.1%	7,454,996	7,647,117	8,158,037	8,365,593	8,580,136	2.6%
	存放央行	3,386,317	3,542,538	3,210,111	-9.4%	-5.2%	3,386,317	3,317,916	3,979,997	3,542,538	3,210,111	-9.4%
	总负债	27,755,753	30,365,254	30,649,771	0.9%	10.4%	27,755,753	27,417,433	29,314,184	30,365,254	30,649,771	0.9%
	付息负债余额	26,304,077	28,810,791	29,104,935	1.0%	10.6%	26,304,077	26,048,658	27,912,999	28,810,791	29,104,935	1.0%
	吸收存款	23,133,936	24,827,251	25,335,921	2.0%	9.5%	23,133,936	22,774,220	23,984,134	24,827,251	25,335,921	2.0%
	企业活期	n.a	7,392,451	n.a	n.a	n.a	n.a	6,732,558	n.a	7,392,451	n.a	n.a
	个人活期	n.a	4,790,053	n.a	n.a	n.a	n.a	4,328,090	n.a	4,790,053	n.a	n.a
	企业定期	n.a	5,677,555	n.a	n.a	n.a	n.a	5,295,704	n.a	5,677,555	n.a	n.a
	个人定期	n.a	6,739,033	n.a	n.a	n.a	n.a	6,149,654	n.a	6,739,033	n.a	n.a
	同业负债	2,419,928	3,224,484	2,907,892	-9.8%	20.2%	2,419,928	2,529,846	3,178,537	3,224,484	2,907,892	-9.8%
	发行债券	749,661	726,613	804,442	10.7%	7.3%	749,661	742,875	736,028	726,613	804,442	10.7%
	向央行借款	552	32,443	56,680	74.7%	10168.1%	552	1,017	14,300	32,443	56,680	74.7%
所有者权益	2,654,896	2,730,866	2,806,279	2.8%	5.7%	2,654,896	2,676,186	2,763,853	2,730,866	2,806,279	2.8%	
总股本	356,407	356,407	356,407	0.0%	0.0%	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407	0.0%	
资产质量	不良贷款	239,785	269,961	285,461	5.7%	19.0%	239,785	240,187	250,103	269,961	285,461	5.7%
	不良率	1.44%	1.50%	1.55%	5bp	11bp	1.44%	1.43%	1.43%	1.50%	1.55%	5bp
	关注贷款	n.a	433,436	n.a	n.a	n.a	n.a	454,866	n.a	433,436	n.a	n.a
	关注率	n.a	2.41%	n.a	n.a	n.a	n.a	2.71%	n.a	2.41%	n.a	n.a
	逾期贷款	n.a	245,477	n.a	n.a	n.a	n.a	268,216	n.a	245,477	n.a	n.a
	逾期率	n.a	1.37%	n.a	n.a	n.a	n.a	1.60%	n.a	1.37%	n.a	n.a
	不良生成额	70,521	95,513	142,464	49.2%	102.0%	21,469	29,468	43,489	52,024	46,951	-9.8%
	不良生成率	0.61%	1.14%	1.13%	-1bp	52bp	0.53%	0.71%	1.04%	1.19%	1.04%	-14bp
	核销转出额	65,820	65,739	97,190	47.8%	47.7%	21,770	29,066	33,573	32,166	31,451	-2.2%
	核销转出率	37.33%	54.74%	53.95%	-0.8pc	16.6pc	36.27%	48.49%	55.91%	51.45%	46.60%	-4.8pc
	逾期90+偏离度	n.a	61.9%	n.a	n.a	n.a	n.a	77.1%	n.a	61.9%	n.a	n.a
	拨备覆盖率	198.1%	195%	190%	-4.5pc	-7.9pc	198.1%	199.3%	199.4%	194.7%	190.2%	-4.5pc
拨贷比	2.85%	2.92%	2.94%	2bp	9bp	2.85%	2.86%	2.85%	2.92%	2.94%	2bp	
资本情况	核心一级资本充足率	12.93%	12.70%	12.84%	14bp	-9bp	12.93%	13.20%	13.15%	12.70%	12.84%	14bp
	一级资本充足率	14.16%	13.72%	13.94%	22bp	-22bp	14.16%	14.27%	14.19%	13.72%	13.94%	22bp
	资本充足率	16.65%	16.00%	16.47%	47bp	-18bp	16.65%	16.77%	16.52%	16.00%	16.47%	47bp

数据来源：以 20Q1-3 为例，20Q3 单季生息资产平均余额为期初期末平均，20Q1-3 生息资产平均余额为 20Q1、20Q2、20Q3 平均余额的平均值。环比变化指 20Q1-3 环比 20H1 指标变化，QoQ 指 20Q3 环比 20Q2 指标变化。

表附录：报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
存放央行	3,317,916	3,539,223	3,928,537	4,360,676
同业资产	1,887,554	2,190,265	2,538,045	2,944,987
贷款总额	16,761,319	18,605,064	20,651,621	22,923,299
贷款减值准备	-478,498	-545,920	-605,827	-678,587
贷款净额	16,326,552	18,059,144	20,045,794	22,244,712
证券投资	7,647,117	8,072,424	8,725,136	9,427,077
其他资产	930,297	1,121,404	1,240,244	1,371,877
资产合计	30,109,436	32,982,459	36,477,756	40,349,329
同业负债	2,530,863	2,783,949	3,034,505	3,307,610
存款余额	22,774,920	25,280,161	28,060,979	31,147,687
应付债券	742,875	780,019	858,021	943,823
其他负债	1,368,775	1,454,326	1,611,101	1,784,830
负债合计	27,417,433	30,298,455	33,564,605	37,183,949
股东权益合计	2,692,003	2,684,004	2,913,151	3,165,380
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
业绩增长				
利息净收入增速	6.01%	-0.50%	10.17%	13.71%
手续费净增速	7.09%	2.00%	3.00%	4.70%
非息净收入增速	23.34%	6.85%	2.20%	-1.74%
拨备前利润增速	6.88%	7.36%	7.71%	9.21%
归属母公司净利润增	4.89%	0.00%	4.11%	8.23%
盈利能力				
ROAE	13.05%	11.98%	11.53%	11.51%
ROAA	1.08%	0.99%	0.94%	0.92%
RORWA	1.74%	1.61%	1.52%	1.49%
生息率	3.84%	3.40%	3.53%	3.55%
付息率	1.76%	1.70%	1.77%	1.73%
净利差	2.08%	1.70%	1.76%	1.82%
净息差	2.24%	1.95%	1.95%	2.00%
成本收入比	23.28%	19.50%	19.50%	19.50%
资本状况				
资本充足率	16.77%	15.60%	15.25%	14.92%
核心资本充足率	14.27%	13.08%	12.85%	12.64%
风险加权系数	61.83%	61.37%	61.37%	61.37%
股息支付率	30.00%	30.00%	30.00%	25.00%

资料来源: wind, 浙商证券研究所。

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
净利息收入	606,926	603,907	665,321	756,564
净手续费收入	155,600	158,712	163,473	171,157
其他非息收入	92,638	106,534	107,599	95,208
营业收入	855,164	869,153	936,393	1,022,928
税金及附加	-7,677	-8,054	-8,765	-9,662
业务及管理费	-199,050	-169,485	-182,597	-199,471
营业外净收入	1,221	1,100	1,100	1,100
拨备前利润	570,746	612,752	659,983	720,786
资产减值损失	-178,957	-219,711	-250,807	-272,343
税前利润	391,789	393,041	409,176	448,443
所得税	-78,428	-78,608	-81,835	-94,173
税后利润	313,361	314,433	327,341	354,270
归属母公司净利润	312,224	312,232	325,050	351,790
归属母公司普通股股东	307,699	307,707	320,525	347,265
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
资产质量				
不良贷款余额	240,187	288,381	319,775	354,692
不良贷款净生成率	0.65%	1.09%	1.06%	1.03%
不良贷款率	1.43%	1.55%	1.55%	1.55%
拨备覆盖率	199%	189%	189%	191%
拨贷比	2.86%	2.93%	2.93%	2.96%
流动性				
贷存比	73.60%	73.60%	73.60%	73.60%
贷款/总资产	55.67%	56.41%	56.61%	56.81%
平均生息资产/平均	98.35%	98.30%	98.26%	98.27%
每股指标(元)				
EPS	0.86	0.86	0.90	0.97
BVPS	6.93	7.48	8.12	8.82
每股股利	0.26	0.26	0.27	0.25
估值指标				
P/E	5.77	5.77	5.54	5.11
P/B	0.72	0.67	0.61	0.56
P/PPOP	3.11	2.90	2.69	2.46
股息收益率	5.28%	5.28%	5.49%	4.96%

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>