

2021 年 03 月 28 日

# 利润正增，分红稳定，逾期“双降” 买入（维持）

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

事件：工商银行 2020 年营业收入 8826.65 亿元，同比增长 3.2%；归属于母公司股东净利润 3159.06 亿元，同比增长 1.2%，对应 EPS 为 0.86 元/股。期末总资产 33.35 万亿，较期初增长 10.7%；归属于本行普通股股东净资产 2.67 万亿，较期初增长 8.0%，对应 BVPS 为 7.48 元/股。由于前期银保监会已披露国有大行的全年经营指标，因此工商银行盈利增速转正符合我们预期。

## 投资要点

■ **盈利预测与投资评级：**2020 年在疫情冲击背景下，作为国有大行标杆，工商银行担负着支持实体、呵护小微的重任，总体经营表现稳健、卓越。公司全年利润增速转正，净息差下半年基本平稳，不良资产认定更严格，逾期贷款全部纳入不良口径。股东回报方面，分红比例维持 30.9% 高水准，全年分红派息 948.04 亿元，显著提振了高股息投资者的预期，同时年末核心一级资本充足率维持 13.18% 的相对高水准。展望 2021 年，随着经济持续复苏，贷款利率触底回升，国有大行的净息差有望企稳，资产质量趋势改善，而当前估值仍接近历史底部，我们坚定看好估值回升。预计工商银行 2021、2022 年盈利增速分别为 7.1%、5.5%，目前 A 股/H 股估值对应 0.65/0.59x2021PB、5.7/5.2x2021PE，静态股息率 4.97%/5.50%，维持“买入”评级。

■ **资产&负债：**2020 年特定金融环境下，总资产增长 10.7%，增速创 2012 年以来新高，存款端活期占比明显提升。

① 资产端：工商银行 2020 年总资产增长 10.7%，贷款和债券投资是主要拉动力量（表 1）。i) 贷款全年增长 11.1%，其中公司中长期贷款增长 12.8%，个人经营性贷款大幅增长 50.8%，是增速领先的两大信贷资源投向，反映了“支持实体、呵护小微”的核心导向，与此相对应，按揭贷款增速降至 10.9%、信用卡仅微幅增长，占比也相应降低。ii) 投资资产增长 12.3%，其中债券投资大幅增长 17.4%，这与 2020 年前三季度社融高速扩张对应。

② 负债端：总负债增长 11.0%，其中存款总额增长 9.4%。存款结构方面，公司客户、个人客户的存款分别增长 7.6%、11.3%，个人客户存款的占比上升至 46.9%。存款端的亮点在于，活期存款占比上升至 50.9%，较年初提升 2.2pct，公司和个人客户的活期占比都有所提升，主要得益于企业资金支持充裕+下半年结构性存款大幅压降。我们此前多次强调，随着监管层对所有“高息揽储”方式（诸如互联网存款、“靠档计息”等）规范监管，存款的恶性竞争环境将改善，利好大型银行及头部零售银行的负债成本。

■ **净息差：**新口径下全年同比下行 15BP，贷款预计仍受重定价影响，但存款及负债成本回落。

年报调整财务口径，将信用卡分期收入一次性重分类至利息净收入（此前计入手续费收入），虽然不影响经营实质，但改变了净息差、生息资产、手续费等指标数据，并追溯调整 2019 年。新口径下，2020 年净息差 2.15%，同口径下同比下滑 15BP，下滑幅度与前三季度（未调整财务口径时）基本相当（图 7），利息净收入同口径下平稳增长 2.3%。具体来看：

① 资产端的公司贷款不受财务口径调整影响，全年收益率 4.23%，较 2019 年下行 25BP，基本接近于 1 年期 LPR 全年 30BP 的降幅。同时，全年收益率较上半年的 4.36% 也进一步下行 13BP，考虑 LPR 在 3 月以后并未调整，我们判断这是存量贷款重定价造成的持续影响（表 2）。

② 资产端的个人贷款受财务口径调整影响显著，主要是“信用卡分期”被

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	5.35
一年最低/最高价	4.79/5.85
市净率(倍)	0.72
流通 A 股市值(百万元)	1442425.34

## 基础数据

每股净资产(元)	7.48
资产负债率(%)	91.27
总股本(百万股)	356406.26
流通 A 股(百万股)	269612.21

## 相关研究

1、《工商银行 (601398): 2020 年三季度报点评: 不良压力显现, 盈利降幅如期收窄》2020-10-31

计入生息资产，相应的分期收益也被计入利息收入，拉高净息差。分析 2019 年追溯调整的数据可以看出，生息资产平均余额在新口径下增加了 3830 亿元，来自于信用卡分期，同时利息收入也新增了 253 亿元，可以估算出信用卡分期的平均收益率约 6.6%，这显然高于工商银行总体的个人贷款收益率。因此，本次财务口径调整会拉高净息差指标，但同时相应减少手续费收入，造成中间业务收入的占比降低。

③ 负债端的总成本率同比下行 9BP 至 1.67%，较上半年也下行 4BP，主要是金融市场宽松环境下，下半年存款、同业、债券三大类负债品种的成本率都进一步下行。存款成本率全年 1.61%，尽管同比 2019 年上行 2BP，但相比 2020H1 已经回落 2BP。这是 2018 年以来，存款成本率首次回落，我们判断得益于结构性存款压降、各种“高息揽储”方式被全面监管后，活期存款占比提升。

展望后市，我们判断以工商银行为代表的国有大行，净息差有望企稳，下半年预计逐步扩张。尽管一季度净息差预计仍将受到重定价影响而小幅回落，但在经济持续复苏、信贷供不应求的环境下，新发放贷款利率预计开始回升，同时大型银行的负债成本也得益于监管环境而保持平稳。总体上，我们建议对商业银行净息差的趋势保持理性乐观。

■ **非利息收入：全年同口径增长 5.7%，主要由投资端贡献，而手续费仅微幅增长 0.5%，总体受到疫情冲击。**

① 财富管理类业务受益于权益市场火热、理财转型深化等因素，个人理财及私人银行收入增长 8.4%，预计基金代销等收入高增长，这也是 2020 年财富管理型银行普遍增长点。关于银行理财转型，我们前期分析 2020 年银行理财年报，随着净值型产品占比的逐步提高，及投资者教育不断深化，大型银行的理财收入预计重归稳健增长。2020 年末，工商银行的非保本理财余额达到 2.71 万亿，同比增长 2.5%，其中个人产品 2.15 万亿，保持市场领先。此外，私人银行 AUM 也实现了 15.4% 高速增长，达到 1.8 万亿。

② 银行卡、投资银行、担保及承诺等手续费收入均下滑，拖累中间业务收入，预计是受疫情冲击下，落实减费让利政策的影响，且预计 2021 年仍难以显著反弹。

③ 投资收益大幅增长 2.15 倍，达到 299.65 亿元，这主要是保本理财产品到期兑付客户金额减少，延续了 2019 年四季度以来的趋势，也是理财转型推进的红利。

■ **支出端：成本收入比创近年来新低，资产减值四季度回落驱动盈利增速转正。**

工商银行全年成本收入比 22.30%，同比下降 0.98pct，创多年以来的新低，主要源于内部加强费用精细化管理。不过我们预计 2021 年成本收入比将有所回升。资产减值收窄是驱动盈利增速转正的核心。第四季度仅计提 229.38 亿元减值，同比大幅下降 44.3%，推动单季度盈利增速达到 44.2%。全年四个季度的减值计提分别为 594.92、659.64、542.74、229.38 亿元。此外，全年减值中仅 85% 是针对贷款，另对其他类资产（预计表外理财）计提了 308.38 亿元减值，同比增长 83%，全方位夯实资产质量。

■ **资产质量：四季度不良率仍在上行，但不良认定更严格，逾期贷款全部纳入不良口径，2021 年预计资产质量小幅改善。**

① 2020 年末不良率 1.58%，环比三季度上行 3BP，连续四个季度不良“双升”，主要受疫情冲击。不过，2020 年对不良的认定明显更严格，这也是造成指标上行的原因之一，判断依据是关注类贷款“双降”，关注类比例下行 50BP 至 2.21%，创 2014 年以来新低，同时逾期贷款也全部纳入不良口径，逾期与不良偏离度降至 91%。由于四季度资产减值力度减弱，拨备覆盖率也较三季度末下滑 9.51pct 至 180.68%，但市场已有预期，此前银保监会已披露国有大行四季度末不良率总体环比上行 2BP，拨备覆盖率下行 6.15pct。

② 分条线来看，公司贷款的不良率 2.29%，较上半年末进一步上行 20BP，下半年以来对公业务信用风险逐步暴露。零售条线的个人贷款不良率较上半年下降 9BP 至 0.56%，消费贷、经营贷、信用卡的不良率全面下行，预计加大了对新生成不良的处置力度。不过，按揭贷款的不良“双升”，也反映出疫情对居民收入造成的影响。

③ 展望 2021 年，我们建议对大型银行资产质量理性乐观。目前经济增长基础仍比较薄弱，作为将大量信贷资源投向实体和小微的国有大行，资产质量仍需关注。但同时，资产质量指标比以往更扎实，不良新生成压力从趋势上得到缓解，无需过度担忧。

■ **风险提示：1) 资产质量超预期恶化；2) 银行利差持续收窄；3) 信贷融资需求低迷。**

表 1: 2016~2020 年资产与负债主要品种的同比增速

资产&负债	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
<b>总资产</b>	<b>8.7%</b>	<b>8.1%</b>	<b>6.2%</b>	<b>8.7%</b>	<b>10.7%</b>
<b>贷款总额</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.0%</b>	<b>8.3%</b>	<b>8.7%</b>	<b>11.1%</b>
短期公司贷款	-5.4%	2.7%	-10.6%	-1.8%	7.5%
中长期公司贷款	8.6%	13.4%	12.7%	8.4%	12.8%
票据贴现	37.9%	-51.2%	3.8%	15.8%	-3.7%
个人住房贷款	28.8%	21.5%	16.5%	12.6%	10.9%
个人消费贷款	-20.6%	3.5%	-20.2%	-5.2%	-5.1%
个人经营性	-13.2%	-15.6%	-0.1%	60.1%	50.8%
信用卡透支	7.8%	18.3%	17.1%	8.2%	0.5%
<b>同业资产</b>	<b>-7.6%</b>	<b>18.1%</b>	<b>-7.5%</b>	<b>11.3%</b>	<b>-3.5%</b>
<b>投资资产</b>	<b>9.4%</b>	<b>5.0%</b>	<b>17.3%</b>	<b>13.2%</b>	<b>12.3%</b>
<b>总负债</b>	<b>8.6%</b>	<b>8.1%</b>	<b>5.9%</b>	<b>8.1%</b>	<b>11.0%</b>
<b>存款总额</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.7%</b>	<b>8.3%</b>	<b>7.3%</b>	<b>9.3%</b>
公司客户	12.0%	13.3%	7.2%	4.8%	7.6%
个人客户	7.1%	5.3%	10.1%	11.0%	11.3%
<b>同业负债</b>	<b>0.1%</b>	<b>5.6%</b>	<b>-15.4%</b>	<b>8.6%</b>	<b>21.7%</b>
<b>债券</b>	<b>16.7%</b>	<b>47.2%</b>	<b>17.3%</b>	<b>20.2%</b>	<b>7.4%</b>
<b>活期存款/存款总额</b>	<b>50.4%</b>	<b>50.6%</b>	<b>48.8%</b>	<b>48.6%</b>	<b>50.9%</b>

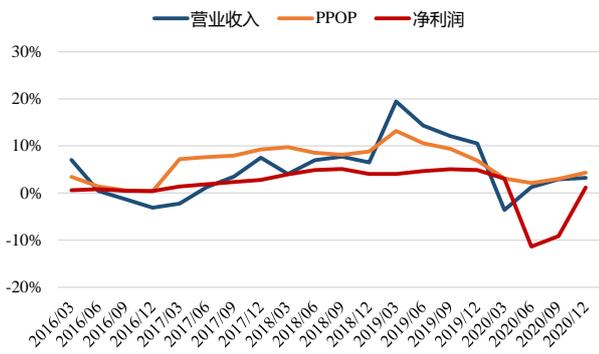
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

表 2: 2019~2020 年新旧口径下工商银行净息差、生息资产收益率、计息负债成本率

	2020/06 (旧口径)	2019/12 (旧口径)	2019/12 (新口径)	2020/12 (新口径)	2020 年同比变动 (新口径)
<b>净息差</b>	<b>2.13%</b>	<b>2.24%</b>	<b>2.30%</b>	<b>2.15%</b>	<b>-0.15%</b>
<b>生息资产收益率</b>	<b>3.69%</b>	<b>3.84%</b>	<b>3.88%</b>	<b>3.64%</b>	<b>-0.24%</b>
客户贷款与垫款	4.37%	4.45%	4.50%	4.26%	-0.24%
公司贷款	4.36%	4.48%		4.23%	-0.25%
个人贷款	4.70%	4.59%	4.72%	4.77%	+0.05%
投资	3.52%	3.60%		3.37%	-0.23%
同业资产	1.92%	3.12%		2.02%	-1.10%
<b>计息负债成本率</b>	<b>1.71%</b>	<b>1.76%</b>		<b>1.67%</b>	<b>-0.09%</b>
存款	1.63%	1.59%		1.61%	+0.02%
同业负债	1.82%	2.38%		1.75%	-0.63%
发行债券	3.21%	3.56%		2.93%	-0.63%

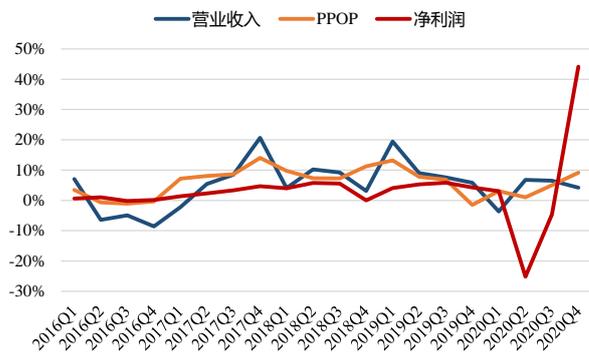
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 1: 2016/03~2020/12 工商银行累计盈利同比增速



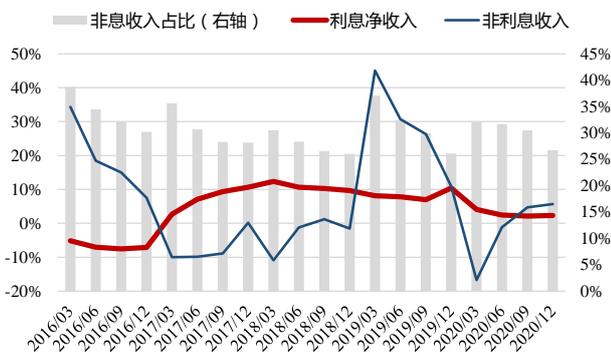
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 2: 2016Q1~2020Q4 工商银行单季度盈利同比增速



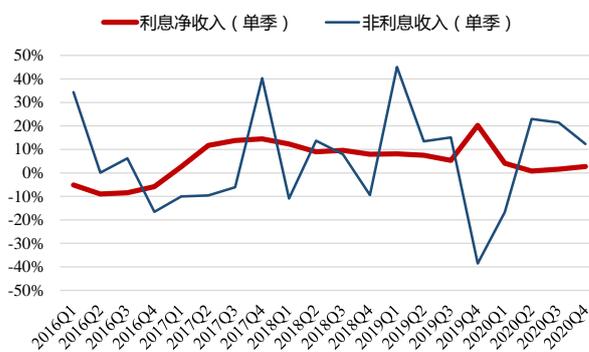
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 3: 2016/03~2020/12 工商银行累计利息收入同比增速



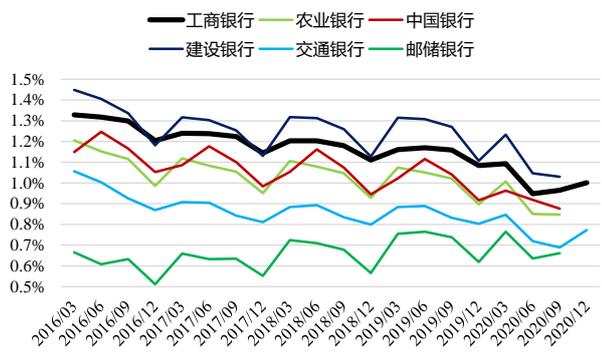
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 4: 2016Q1~2020Q4 工商银行单季度利息收入同比增速



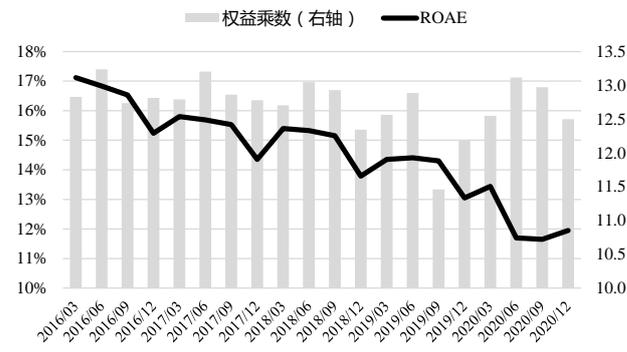
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 5: 2016/03~2020/12 工商银行及可比银行 ROAA



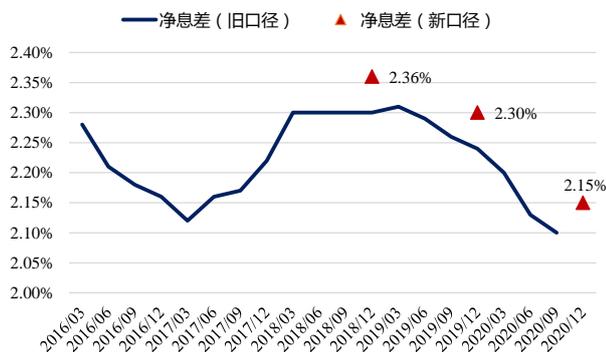
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 6: 2016/03~2020/12 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

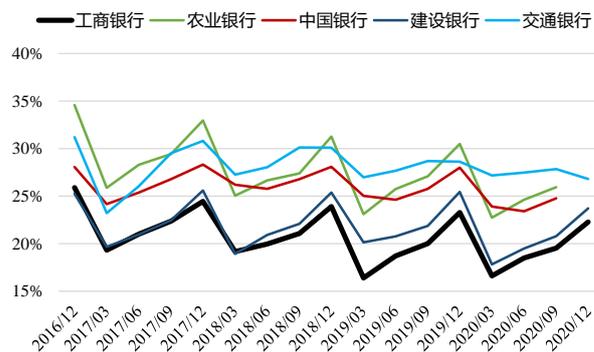
图 7: 2016/03~2020/12 工商银行净息差 (新旧口径)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

备注: 2020 年净息差财务口径调整, 同时对 2018、2019 年原数据追溯调整

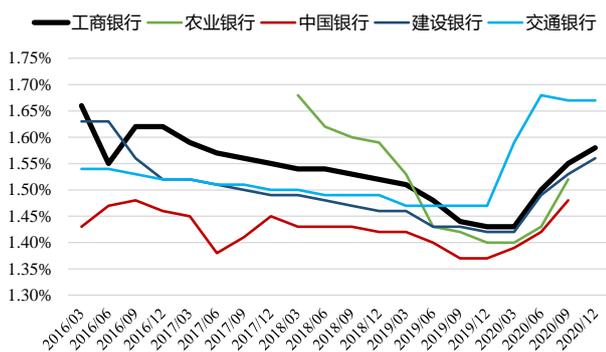
图 8: 2016/12~2020/12 工商银行及可比银行成本收入比



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

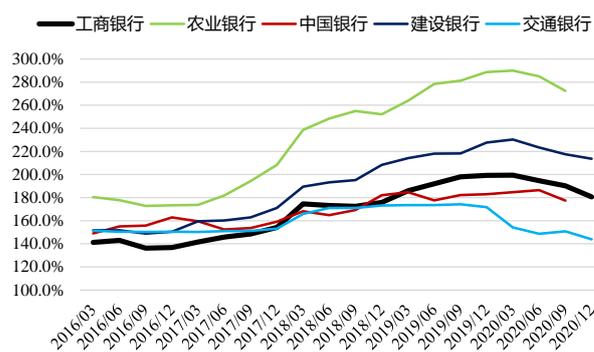
备注: 为保持数据可比性, 建设银行和交通银行的成本收入比统一采用业务管理费/营业收入计算

图 9: 2016/03~2020/12 国有大型银行不良率



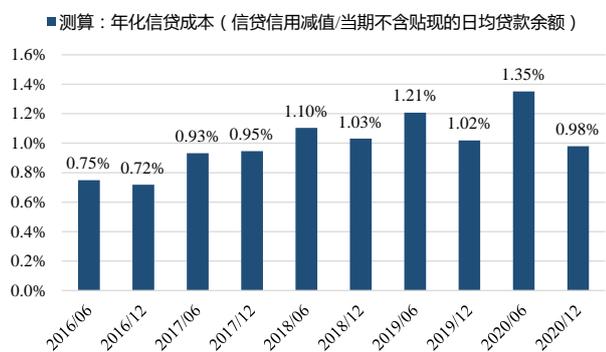
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 10: 2016/03~2020/12 国有大型银行拨备覆盖率



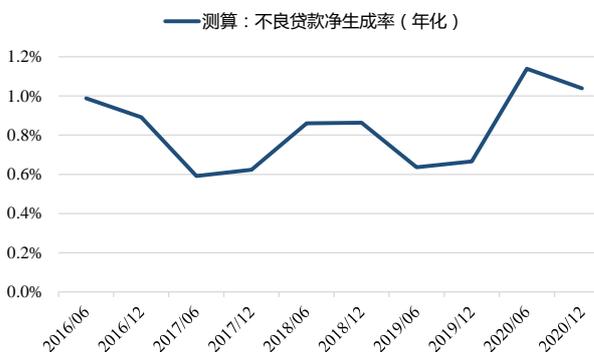
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 11: 2016/06~2020/12 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

图 12: 2016/06~2020/12 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					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>资产合计</b>	<b>30,109,436</b>	<b>33,345,058</b>	<b>36,346,113</b>	<b>39,435,533</b>	<b>42,787,553</b>	营业收入	855,428	882,665	952,692	1,026,910	1,098,488
现金及存放中央银行款项	3,317,916	3,537,795	3,489,227	3,746,376	4,064,818	利息净收入	632,217	646,765	704,997	769,307	830,436
客户贷款及垫款	16,326,552	18,136,328	19,881,324	21,689,543	23,575,942	手续费及佣金净收入	130,573	131,215	137,776	143,287	149,735
金融投资	7,647,117	8,591,139	9,668,066	10,647,594	11,424,277	投资收益等其他业务收入	92,638	104,685	109,919	114,316	118,317
FVTPL 金融投资	962,078	784,483	1,235,768	1,380,244	1,497,564	营业支出	464,860	491,283	526,682	577,654	622,002
以摊余成本计量的金融投资	5,208,167	6,265,668	6,614,993	7,295,574	7,787,335	业务及管理费	199,050	196,848	221,977	239,270	255,948
FVTOCI 金融投资	1,476,872	1,540,988	1,817,306	1,971,777	2,139,378	资产减值损失	178,957	202,668	206,325	230,483	249,870
存放同业及其他金融机构款项	475,325	522,913	436,153	512,662	556,238	营业利润	390,568	391,382	426,010	449,256	476,486
拆出资金	567,043	558,984	545,192	591,533	641,813	税前利润	391,789	392,126	425,158	448,358	475,533
买入返售金融资产	845,186	739,288	726,922	788,711	855,751	净利润	313,361	317,685	340,127	358,686	380,426
贵金属	238,061	277,705	254,423	276,049	299,513	<b>归属于母公司股东净利润</b>	<b>312,224</b>	<b>315,906</b>	<b>338,936</b>	<b>357,431</b>	<b>379,095</b>
其他资产合计	692,236	980,906	1,344,806	1,183,066	1,369,202						
<b>负债合计</b>	<b>27,417,433</b>	<b>30,435,543</b>	<b>33,184,628</b>	<b>36,021,016</b>	<b>39,101,880</b>	<b>财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
向中央银行借款	1,017	54,974	59,940	65,063	70,628	资产总计增速	8.7%	10.7%	9.0%	8.5%	8.5%
同业及其他金融机构存放款项	1,776,320	2,315,643	2,157,001	2,341,366	2,541,622	客户贷款及垫款增速	8.5%	11.1%	9.6%	9.1%	8.7%
拆入资金	490,253	468,616	564,139	612,357	664,732	负债总计增速	8.1%	11.0%	9.0%	8.5%	8.6%
交易性金融负债	102,242	87,938	132,739	144,084	156,408	客户存款增速	7.3%	9.4%	10.5%	9.5%	9.0%
衍生金融负债	85,180	140,973	99,554	108,063	117,306	营业收入增速	10.6%	3.2%	7.9%	7.8%	7.0%
卖出回购款项	263,273	293,434	315,254	342,200	371,468	利息净收入增速	10.4%	2.3%	9.0%	9.1%	7.9%
应交税费	109,601	105,380	132,739	144,084	156,408	手续费及佣金净收入增速	-10.1%	0.5%	5.0%	4.0%	4.5%
客户存款	22,977,655	25,134,726	27,773,872	30,412,390	33,149,505	成本收入比	23.3%	22.3%	23.3%	23.3%	23.3%
已发行债务证券	742,875	798,127	912,577	990,578	1,075,302	所得税率	20%	19%	20%	20%	20%
其他负债合计	869,017	1,035,732	1,036,815	860,831	798,503	<b>归属于母公司股东净利润增速</b>	<b>4.9%</b>	<b>1.4%</b>	<b>7.1%</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.1%</b>
<b>股东权益</b>	<b>2,692,003</b>	<b>2,909,515</b>	<b>3,161,485</b>	<b>3,414,517</b>	<b>3,685,673</b>	EPS	0.86	0.86	0.94	0.99	1.05
股本	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407	BVPS	6.93	7.48	8.19	8.89	9.65
其他权益工具	206,132	225,819	225,819	225,819	225,819	<b>ROAE</b>	<b>13.05%</b>	<b>11.95%</b>	<b>11.96%</b>	<b>11.58%</b>	<b>11.32%</b>
资本公积	149,067	148,534	148,534	148,534	148,534	<b>ROAA</b>	<b>1.08%</b>	<b>1.00%</b>	<b>0.98%</b>	<b>0.95%</b>	<b>0.93%</b>
其他综合收益	(1,266)	(10,428)	1,000	2,000	5,000	<b>净利息收益率</b>	<b>2.30%</b>	<b>2.15%</b>	<b>2.17%</b>	<b>2.19%</b>	<b>2.16%</b>
盈余公积	292,291	322,911	355,110	389,066	425,080	<b>不良贷款率</b>	<b>1.43%</b>	<b>1.58%</b>	<b>1.53%</b>	<b>1.52%</b>	<b>1.50%</b>
一般准备	305,019	339,701	368,511	398,892	431,115	拨备覆盖率	199.32%	180.68%	189.50%	198.00%	208.00%
未分配利润	1,368,536	1,510,558	1,688,717	1,875,019	2,073,447	分红比例	30.4%	30.9%	30.5%	30.5%	30.5%
归属于母公司股东的权益	2,676,186	2,893,502	3,144,097	3,395,737	3,665,402						
少数股东权益	15,817	16,013	17,388	18,780	20,271	<b>估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>资产负债指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	P/E (A 股)	6.2	6.2	5.7	5.4	5.1
生息资产平均余额	27,047,239	30,055,472	32,488,337	35,128,187	38,446,114	P/E (H 股)	5.6	5.6	5.2	4.9	4.6
计息负债平均余额	24,541,436	26,637,431	29,133,718	31,864,652	34,713,742	P/B (A 股)	0.77	0.71	0.65	0.60	0.55
<b>归属于母公司普通股股东权益</b>	<b>2,470,054</b>	<b>2,667,683</b>	<b>2,918,278</b>	<b>3,169,918</b>	<b>3,439,583</b>	P/B (H 股)	0.70	0.65	0.59	0.54	0.50
						<b>股息率 (A 股)</b>	<b>4.91%</b>	<b>4.97%</b>	<b>5.34%</b>	<b>5.64%</b>	<b>5.98%</b>
						<b>股息率 (H 股)</b>	<b>5.43%</b>	<b>5.50%</b>	<b>5.91%</b>	<b>6.24%</b>	<b>6.62%</b>

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>