

2021年03月29日

业绩增速转正，第一个人金融银行战略深化

工商银行(601398)

事件概述

工商银行披露年报，2020年实现营业收入8826.65亿元(+3.18%，YoY)，营业利润3913.82亿元(+0.21%，YoY)，归母净利润3159.06亿元(+1.18%，YoY)。年末总资产33.35万亿元(+10.75%，YoY)，存款25.13万亿元(+9.39%，YoY)，贷款18.62万亿元(+11.11%，YoY)。净息差2.15%(-15bp，YoY)；不良贷款率1.58%(+3bp，QoQ)，拨备覆盖率180.68%(-9.51pct，QoQ)，拨贷比2.85%(-0.09pct，QoQ)；资本充足率16.88%(+0.41pct，QoQ)；年化ROE11.95%(-1.10pct，YoY)。拟每股派现0.266元，合计派现948.04亿元，分红比例30.9%。

分析判断：

► 业绩：核心盈利稳健、年末减值计提放缓下，Q4利润增44%贡献全年业绩增速转正

工行2020年全年实现营收8827亿元，同比增速3.18%，较前三季度的2.9%进一步提升，核心盈利趋于稳健。四季度放缓减值计提节奏下（前三季度信用减值损失近1800亿元，同比多提30.5%，Q4单季同比少提44.3%，全年仍多提13.2%），归母净利润增速由前三季度的-9.2%转正为1.2%，Q4单季高达44.2%，大行疫情期作为让利主体，加大不良处置和减值计提下中报为全年业绩低点，未来政策压力缓解下利润释放将回归常态。

信用卡分期手续费收支重分类至利息收入和其他业务成本影响：

1) 手续费收入中银行卡贡献占比一次性调降，规模上2019年原为470.54亿元（占比27.4%），调为217.64亿元（占比14.9%）。2) 零售贷款日均规模相应调增3830亿元，对应收益率6.6%，零售贷款收益率由4.59%调至4.72%，一次性抬高13BP。

► 量价：普惠小微贷款快速上量，存款活期率再提升

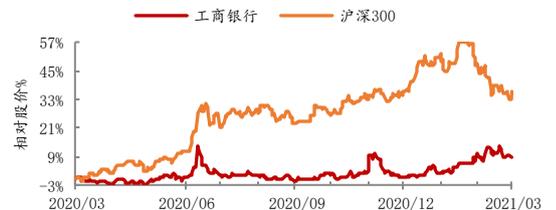
资产：2020年总资产增速10.75%创2013年来新高，贷款增幅11.1%，也为2015年来新高，全年新增1.86万亿同比2019年多增39%。投向上，受疫情和相关信贷政策影响，净增量61.6%投向对公，但单季零售贷款投放呈前低后高趋势。具体看，对公贷款的62%投向大基建，零售贷款八成以上投向按揭，大行资产配置偏好稳健，消费贷+信用卡投放比例压降、经营贷比例提升。

负债：存款全年增幅9.4%，较2019年进一步提升2.1pct，占总负债比例保持82.6%高位。全年增量存款的73.8%来自活期，结构优化下活期存款占比提升拉低负债成本。

息差：2020年公司净息差2.15%，可比同口径2018和2019年分别为2.36%、2.3%。信用卡分期纳入一次性抬高息差。受益于负债端高存款占比，以及流动性边际收紧带来的资产定价回升，叠加高息零售资产的投放，工行息差有望进一步企稳。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
最新收盘价：	5.35
股票代码：	601398
52周最高价/最低价：	5.85/4.88
总市值(亿)	19,067.73
自由流通市值(亿)	19,139.16
自由流通股数(百万)	357,741.26



分析师：刘志平
邮箱：liuzp1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520020001

分析师：李晴阳
邮箱：liqy2@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520070001

► **质量：不良认定更趋严格，先行指标全面改善**

2020 年末不良贷款率 1.58%，同环比分别提升 15BP 和 3BP，公司类贷款不良抬升下账面不良率抬头，但不良和逾期双降、先行指标向好，且逾期 90+/不良贷款的偏离度仅 57.3%，逾期贷款规模首次降至不良贷款以下，判断不良抬升更多是认定趋严后的不良下迁，表内资产质量实则向好。

► **战略：第一个人金融银行战略深化，零售业务利润贡献度超对公**

继工行正式提出打造“第一个人金融银行”战略，2020 年客户覆盖面和贡献度持续提升。个人客户达 6.8 亿户，高基数下仍同比增加超 3000 万户；个人手机银行客户数 4.16 亿户，总量、增量、月均动户数均位列同业第一；2020 年银行卡累计发卡 11.27 亿张，同比增幅 5%，在高基数的基础上仍保持良好的扩张势头。结构上，高净值客户覆盖面进一步提升，2020 年户均资产 800 万及以上的个人客户达到 10.2 万户，同比增速 12.8%，管理资产规模 1.8 万亿元，同比增速 15.4%，均较 2019 年进一步提速，户均规模在 1700 万元以上。

投资建议

2021-2023 年，我们主要假设：1) 公司息差整体表现稳健，负债成本优势显著，利率上行周期预计净息差将企稳回升；2) 2021 年总资产规模整体保持 9.3%左右的增速；3) 信用成本率已下行至 1%以下，不良持续出清的基础上，拨备计提压力不大，但目前拨覆率在上市银行中处于中低水平，预计后续若加强计提，信用成本将略有提升。

基于上述假设，我们预计 2021-2023 年公司的营业收入分别为 9250.35 亿元、10028.75 亿元、10887.05 亿元，同比增长 4.8%、8.4%、8.6%；归母净利润分别为 3254.89 亿元、3419.56 亿元、3646.35 亿元，同比增长 3.0%、5.1%、6.6%。公司目前股价对应 2021-2023 年 PB 仅 0.66、0.61、0.57 倍，估值低于可比同业，考虑到公司整体基本面稳健，保持持续稳定的分红率，零售战略和金融科技加持，首次覆盖我们给予公司“增持”评级。

风险提示

- 1) 经济未来恢复不及预期，信用成本继续大幅提升的风险；
- 2) 公司经营层面的重大风险等。

盈利预测与估值

百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	855,428	882,665	925,035	1,002,875	1,088,705
(+/-)	10.6%	3.2%	4.8%	8.4%	8.6%
归母净利润	312,224	315,906	325,489	341,956	364,635
(+/-)	4.9%	1.2%	3.0%	5.1%	6.6%
每股收益 (元)	0.86	0.87	0.90	0.94	1.01
每股净资产 (元)	6.93	7.48	8.10	8.76	9.45
P/E	6.2	6.1	6.0	5.7	5.3
P/B	0.77	0.71	0.66	0.61	0.57

资料来源：公司公告、华西证券研究所

正文目录

1. 2020A 业绩分析：业绩增速转正，资产质量压力明显缓解	4
1.1. 业绩表现：核心盈利稳健、年末减值计提放缓下，Q4 利润增 44% 贡献全年业绩增速转正	4
1.2. 资产负债结构：普惠小微贷款快速上量，存款活期率再提升	5
1.3. 息差：信用卡分期纳入一次性抬高息差，高息零售贷款投放助力净息差企稳	8
1.4. 资产质量：不良认定更趋严格，先行指标全面改善	9
2. 公司经营看点：第一个人金融银行战略深化，零售业务利润贡献度超公司业务	11
3. 投资建议	13
4. 风险提示	15

图表目录

图 1 全年实现归母净利润增速 1.2%	4
图 2 ROA、ROE 处于下行通道	4
图 3 成本收入比持续改善	5
图 4 营收中利息净收入占比保持 70% 以上水平	5
图 5 手续费收入结构：结构均衡，结算类占比明显提升	5
图 6 2020 年资产负债增速大幅提升	6
图 7 贷款和投资资产快增拉动资产增速创新高	6
图 8 资产结构：贷款投放比例持续提升至 54.4%	6
图 9 2020 年存款稳健扩增	6
图 10 负债结构：负债端存款占比保持 82.6% 的高位	7
图 11 存款中活期存款占比回升至 50% 以上	7
图 12 零售贷款占比整体上行	8
图 13 80% 的零售贷款投向按揭市场	8
图 14 对公贷款投向基建类占比超 62%	8
图 15 贷款的区域分布：提升长三角、珠三角、西部重点战略地区信贷投放	8
图 16 净息差同比降 15BP 至 2.15%	9
图 17 期初期末余额均值测算净息差	9
图 18 不良率抬头，关注类贷款规模占比双降	10
图 19 逾期比例持续下行，不良偏离度大幅压降	10
图 20 拨贷比平稳，拨覆盖率下行	10
图 21 不良贷款生成率上行，信用成本率趋降	10
图 22 公司贷款不良率抬头，个贷不良率低位下行	10
图 23 信用卡和经营贷不良率压降	10
图 24 境内分行公司类贷款按行业划分不良率	11
图 25 个人客户数和个人金融资产总额持续增长	12
图 26 银行卡发卡量达 11.27 亿张	12
图 27 金融资产 800 万及以上的个人客户增长 12.8%	12
图 28 管理资产规模增速提升	12
图 29 营收分部：个人业务营收贡献度持续提升至 42.3%	13
图 30 利润分部：零售业务计提拨备较少，提升了税前利润贡献度至 44.5%	13
图 31 分部 ROA：零售业务收益率企稳	13
图 32 工行 PB 处于历史底部位置	14
图 33 工商银行静态 PB 处大行中位	14
图 34 关键指标及假设（具体请见盈利预测表）	14

1. 2020A 业绩分析：业绩增速转正，资产质量压力明显缓解

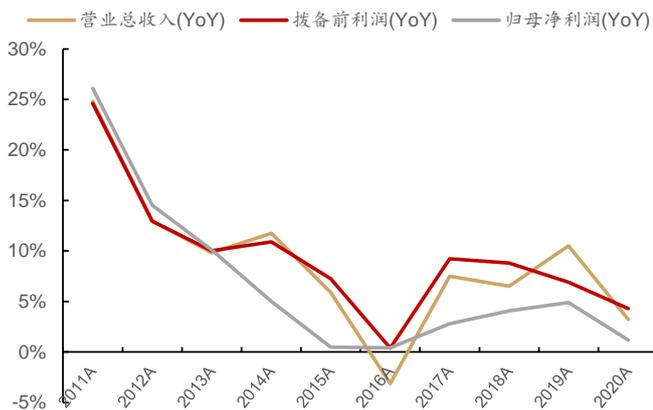
1.1. 业绩表现：核心盈利稳健、年末减值计提放缓下，Q4 利润增 44%贡献全年业绩增速转正

工行 2020 年全年实现营收 8827 亿元，同比增速 3.18%，较前三季度的 2.9% 进一步提升，全年利息和手续费净收入增速分别为 2.3%、0.49%，较前三季度的 2.13%、0.27% 均稳中有增，核心盈利趋于稳健。工行受益于大而全的业务范围，手续费收入结构也较为均衡，近年来银行卡和结算类手续费收入占比明显提升，需要注意的是，受 2020 年信用卡分期手续费收支重分类至利息收入和其他业务成本影响，手续费收入中银行卡贡献占比有一次性调降，规模上 2019 年原为 470.54 亿元（占比 27.4%），调整后为 217.64 亿元（占比 14.9%）。

从信用成本来看，工行四季度放缓了减值计提节奏之下（前三季度信用减值损失近 1800 亿元，同比多提 30.5%，Q4 单季同比少提 44.3%，全年仍同比多提 13.2%），全年归母净利润增速由前三季度的 -9.2% 转正为 1.2%，Q4 单季利润增速高达 44.2%，大行疫情期作为让利主体，加大不良处置和减值计提下中报为全年业绩低点，未来政策压力缓解下利润释放将回归常态。且值得注意的是，工行 2020 年计提的 2027 亿元减值中 1718 亿为贷款减值损失，测算全年信用成本 0.97%，较 2019 年降低 0.04pct，主要是计提了 308 亿的其他非信贷减值损失，同比多提 83%，增厚其他资产安全边际。

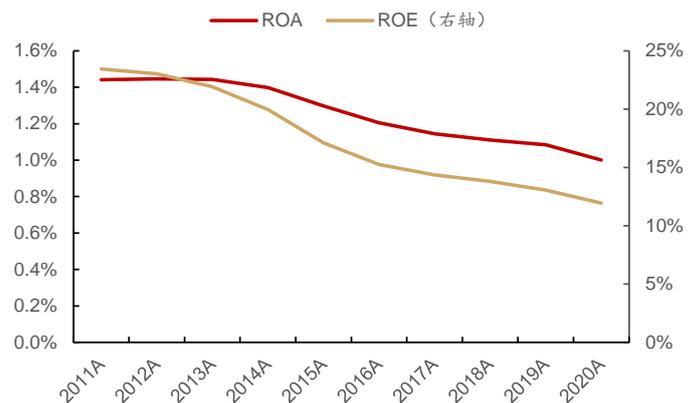
工行 2020 年 ROE 和 ROA 分别录得 11.95% 和 1%，分别同比降 1.1 和 0.08 个百分点。核心一级资本充足率较 2019 年微降 0.02pct 至 13.18%，环比 Q3 提升 0.34pct，资本充足率 16.88%，同环比分别提升 0.11 和 0.41 个百分点，在国内和国际 TLAC 新要求下，大行存在通过利润留存或发行 TLAC 债务工具进一步补充资本的需求。

图 1 全年实现归母净利润增速 1.2%



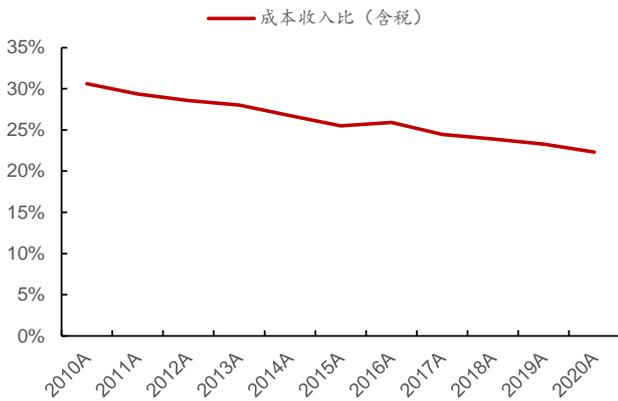
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 ROA、ROE 处于下行通道



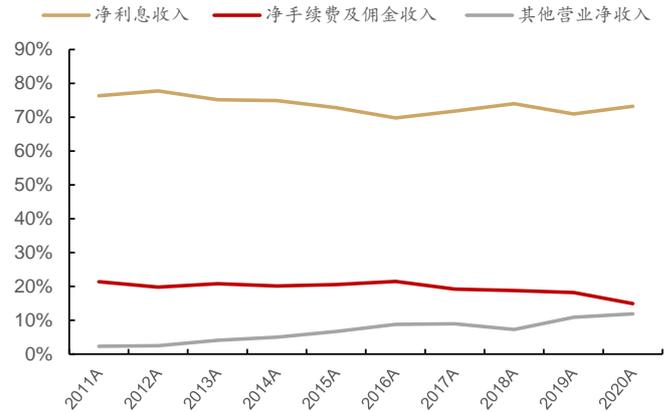
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 成本收入比持续改善



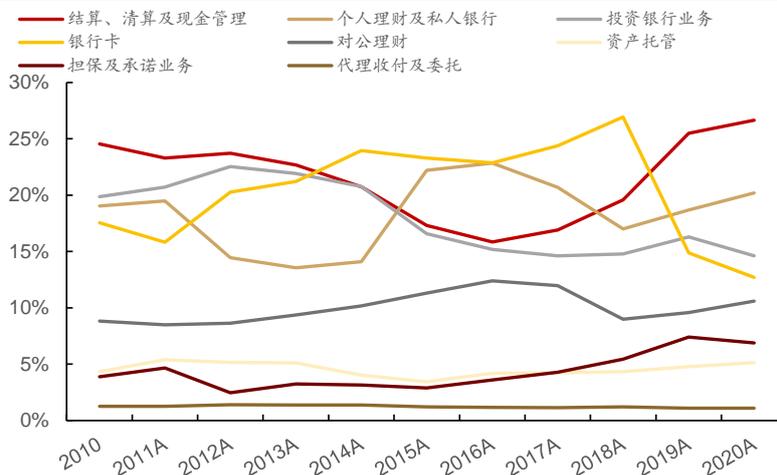
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 营收中利息净收入占比保持 70% 以上水平



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 手续费收入结构：结构均衡，结算类占比明显提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所；注：2020 年信用卡分期手续费收支重分类至利息收入和其他业务成本

1.2. 资产负债结构：普惠小微贷款快速上量，存款活期率再提升

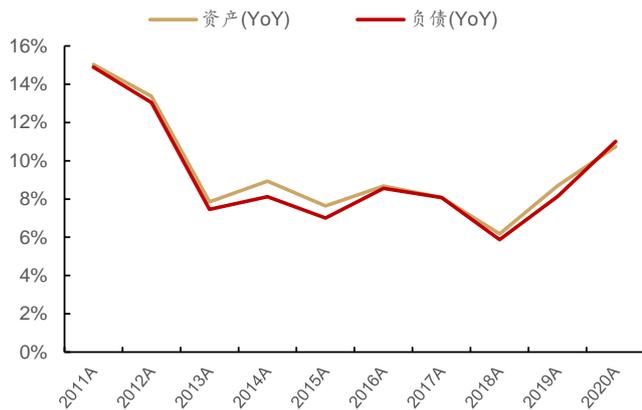
资产端：工行 2020 年总资产同比增长 10.75%，增速创 2013 年以来新高，Q4 环比三季度末小幅缩量 0.4%，主要是年末同业资产规模大幅缩量。贷款总额全年增幅 11.1%，也为 2015 年以来新高，全年新增 1.86 万亿同比 2019 年多增 39%；投资资产规模增幅 13.1%，其中债券投资保持 55% 左右份额，债券的 71.6% 投向国债，较 2019 年比例进一步提升，同时股权类资产投资保持 30% 的较快增速。

贷款分部来看，对公和零售贷款增速均为 11.5%，受疫情和相关信贷政策影响，对公和零售贷款增速一增一降，全年贷款投放向公司类倾斜，净增量的 61.6% 投向对公（2019 年 60% 投向零售），但单季零售贷款投放节奏呈现前低后高趋势，Q4 净增量的 75% 投向零售。

负债端：存款全年增幅 9.4%，较 2019 年进一步提升 2.1 个百分点，占总负债的比例保持在 82.6% 的高位。存款结构上，全年增量存款的 73.8% 来自活期，对公和零售活期存款增速分别高达 10.7%、20.1%，存款结构优化下活期存款占比同比提升 2.2pct 至 50.3%，活存日均余额占比达 51.9%，同比提高 0.4pct。

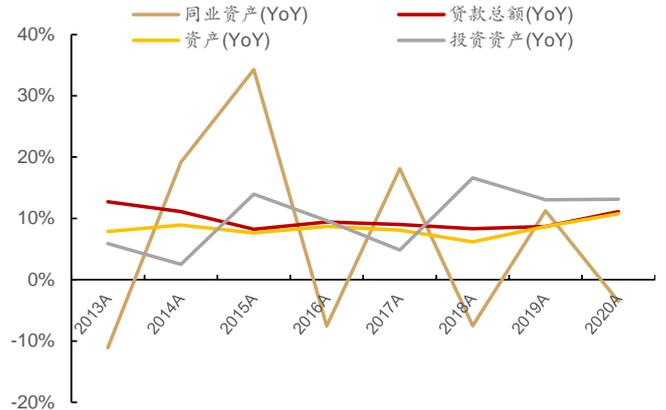
总体来说，工行资产负债两端表现稳健，负债端保持高存款占比优势的同时，存款活期率进一步提升，资产端贷款和投资资产实现双位数增速，结构上零售贷款投放先抑后扬。

图 6 2020 年资产负债增速大幅提升



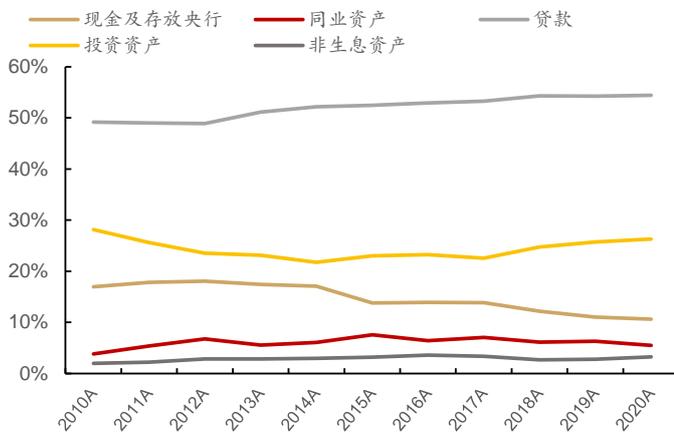
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 贷款和投资资产快增拉动资产增速创新高



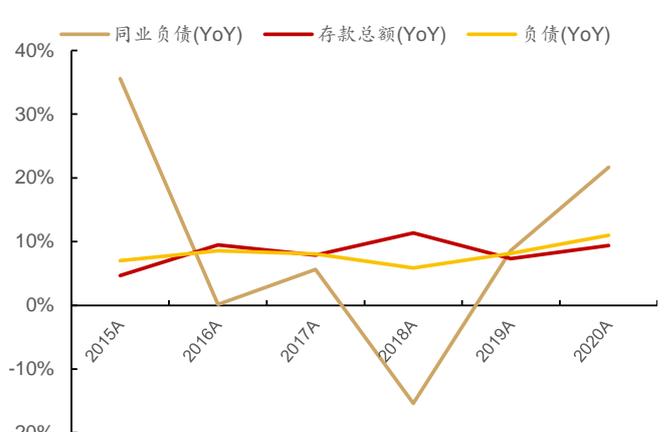
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 资产结构：贷款投放比例持续提升至 54.4%



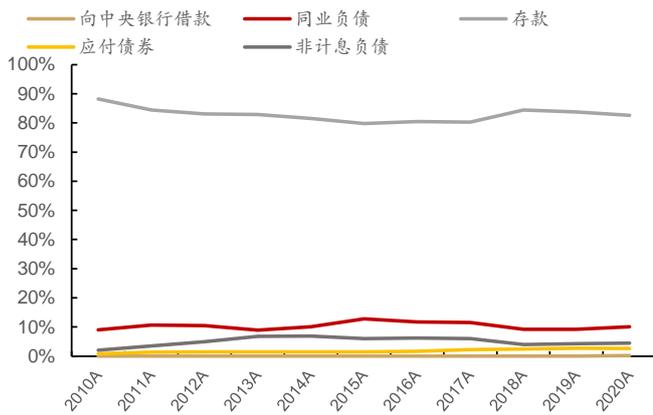
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 2020 年存款稳健扩增



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 10 负债结构：负债端存款占比保持 82.6% 的高位



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 11 存款中活期存款占比回升至 50% 以上



资料来源：公司公告，华西证券研究所

信贷投向方面，工行零售贷款占比整体提升，对公主要投放大基建行业：

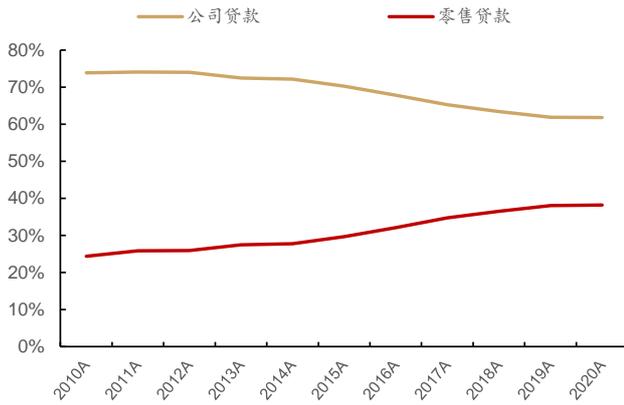
1) 受疫情期间加大对实体经济的支持影响，工行 2020 年贷款的 61.8% 投向对公领域，基本持平 2019 年的投放比例，但长期趋势来看，零售贷款投放占比整体上行，2010 年以来已经提升 13.8 个百分点至 2020 年的 38.2%，广泛的线下网点布局和持续大力投入的领先科技赋能，有助于进一步促进零售业务提质扩面。

2) 零售贷款目前八成以上投向按揭市场，大行资产配置偏好稳健；同时一方面持续压降消费贷规模，截至 2020 年末消费贷+信用卡投放规模占零售贷款的 12.2%，较 2019 年延续压降 1.5pct；另一方面在 2019 和 2020 年大幅提升了经营贷投放比例，2020 年末经营贷投放比例达到 7.3%。

3) 行业层面，工行对公贷款主要投放大基建类，2020 年末交运仓储为对公贷款第一大投放行业，投放占比超 25%，包括交运仓储、电热燃气、水利公共和租赁商务行业的基建类贷款投放比例占一般对公贷款的 62%，较 2019 年再提升 1.7 个百分点，同时采矿、建筑、住宿餐饮等行业投放比例压降。

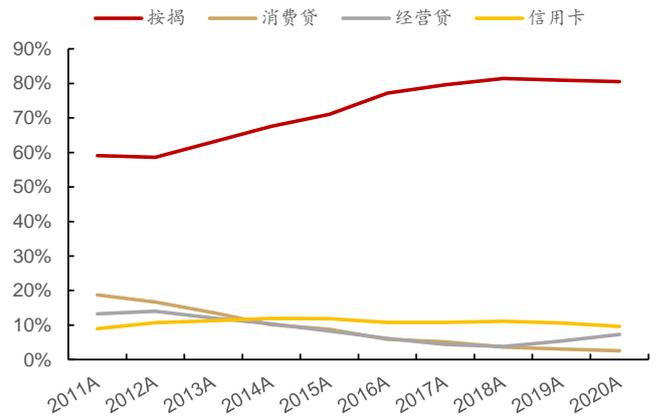
4) 小微业务实现快速上量，2020 年末普惠型小微贷款 7452 亿元，同比增速高达 58%，客户数 60.6 万户，同比增加 18.3 万户。

图 12 零售贷款占比整体上行



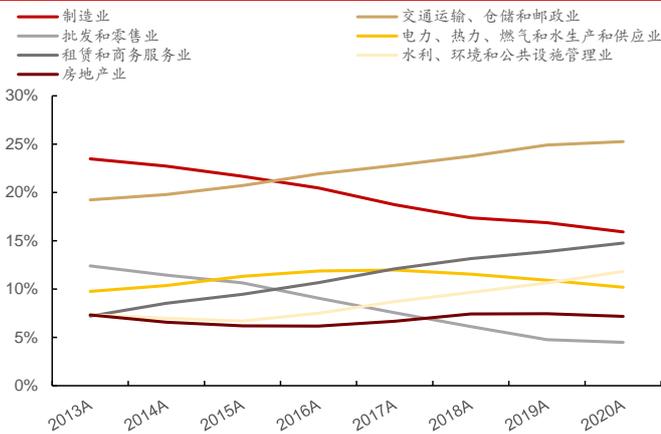
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 80%的零售贷款投向按揭市场



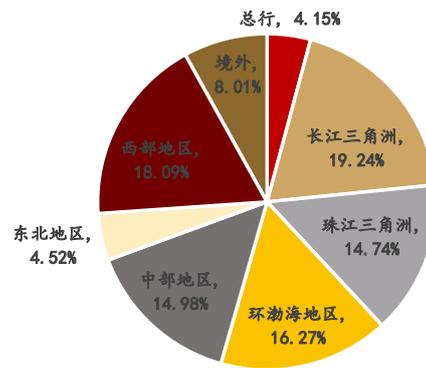
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 14 对公贷款投向基建类占比超 62%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 15 贷款的区域分布：提升长三角、珠三角、西部重点战略地区信贷投放



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3. 息差：信用卡分期纳入一次性抬高息差，高息零售贷款投放助力净息差企稳

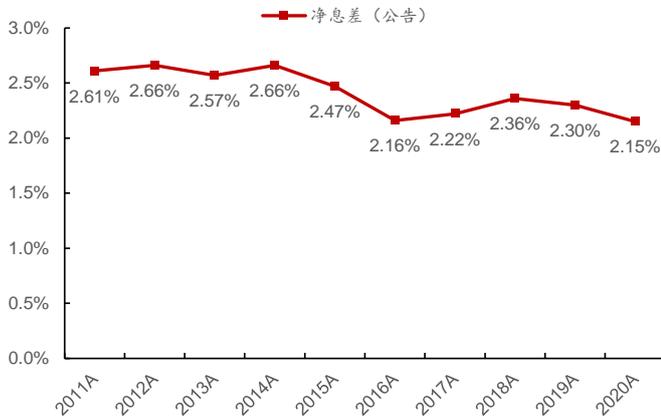
工行受益于负债端高存款占比优势，资金成本优势显著。2020 年公司净息差 2.15%，可比同口径下 2018 和 2019 年净息差分别为 2.36%、2.3%，由于 2020 年监管要求信用卡分期手续费计入利息收入，一次性拉高同期净息差 6BP。具体来看，对比新旧口径差额，工行 2019 年信用卡分期业务的手续费收入 252.9 亿元，计入利息收入后，零售贷款日均规模相应调增约 3830 亿元，对应收益率 6.6%，零售贷款收益率则由 4.59%调增至 4.72%，一次性抬高 13BP。

资产负债两端边际趋势来看，期初期末余额均值测算净息差整体平稳。抛开 Q4 会计准则变更导致的资产端收益率提升，Q1-Q3 测算的生息资产收益率分别为 3.45%、3.30%、3.26%，环比降幅收敛。负债端不受会计准则变更影响，2020 年计息负债成

本率 2.15%，保持行业低位的同时同比降 15BP，其中存款成本率 1.61%，同比微增 2BP，但较中期的 1.63%环比回落，存款活期率的提升拉低负债端成本。

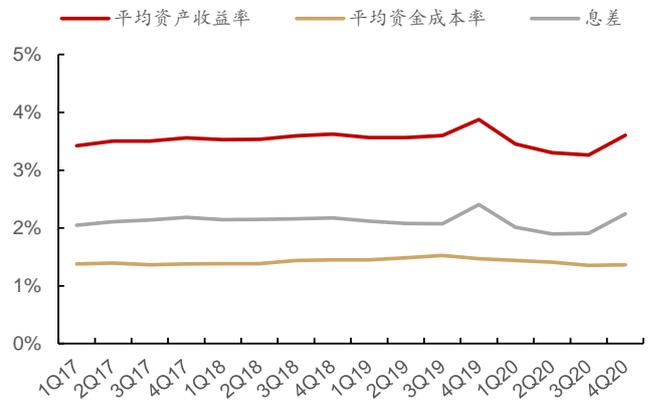
展望未来，受益于负债端高存款占比，以及流动性边际收紧带来的资产定价回升，叠加高息零售资产的投放，工行息差有望进一步企稳。

图 16 净息差同比降 15BP 至 2.15%



资料来源：公司公告，华西证券研究所；注：因会计准则变更，信用卡分期手续费计入利息收入，2018-2020 年口径重溯，历史数据不可同比。

图 17 期初期末余额均值测算净息差



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.4. 资产质量：不良认定更趋严格，先行指标全面改善

账面不良抬头，零售不良下行。公司 2020 年末不良贷款率 1.58%，同环比分别提升 15BP 和 3BP，年内不良率持续上行略超市场预期。结构上，在零售贷款不良率同比压降 5BP 至 0.56% 的低位情况下，不良上行主要是对公贷款不良率 2.29%，较 2019 年和 2020H1 分别提高 27BP、20BP。行业来看，境内分行公司类贷款投放中，主要是住宿餐饮和批发零售业贷款不良率大幅上升，但这两类贷款占比分别仅 0.9% 和 4.5%，近年来也在持续压降规模，而主要投放的基建类贷款资产质量较为优异。零售贷款来看，投放占比八成的按揭是资产质量稳定器，不良率年内略有波动但仅 0.28%；整体零售贷款不良率的下行源于信用卡和经营性贷款资产质量的改善，不良率分别较 2019 年降低 32BP、93BP，信用卡不良率经过年内小幅上行后拐点向下。

不良上行或源于认定趋严，先行指标向好。我们认为工行的不良率上行趋势不会持续，因为首先从不良认定和处置来看：1) 公司 2020 年逾期 90+/不良贷款的偏离度仅 57.3%，较 2019 年和 2020 年中期分别大幅降低 19.8pct 和 4.6pct，年末逾期贷款规模首次低于不良规模，相当于全部逾期计入不良，认定极度审慎。2) 贷款结构大幅下迁下，公司不良生成率 1.05%，较 2019 年提升 37BP，但全年核销不良资产 1200 亿，同比多增 23%，存量不良加速出清。表内“洗澡”后体现在先行指标上：1) 2020 年工行关注类贷款同比和较年中均实现双降，关注类占比 2.2% 创历史新低；2) 逾期贷款规模和占比较 2019 年也实现双降，占比 1.44% 为 2014 年以来新低。

受年末减值同比少提和不良规模抬升影响，年末拨备覆盖率 180.68%，同比 2019 年和环比 Q3 分别降低 18.6pct 和 9.5pct，但拨贷比基本持平。

图 18 不良率抬头，关注类贷款规模占比双降



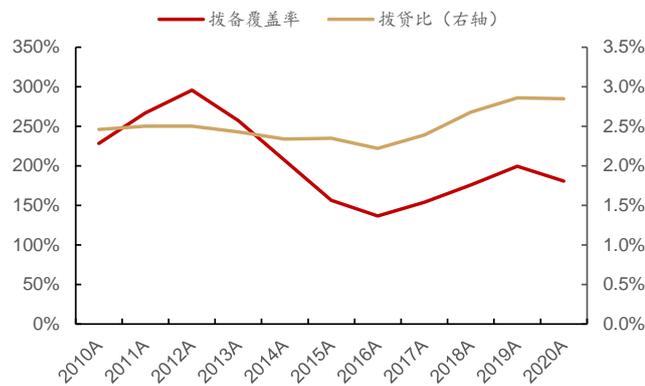
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 19 逾期比例持续下行，不良偏离度大幅压降



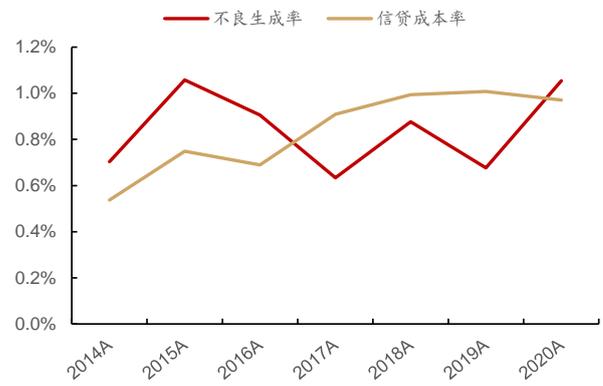
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 20 拨贷比平稳，拨覆盖率下行



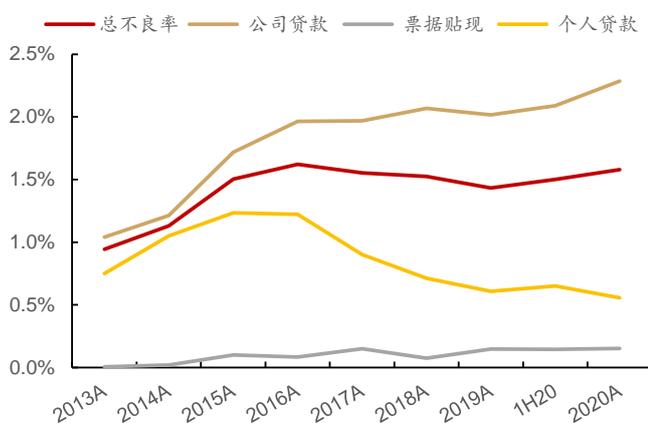
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 21 不良贷款生成率上行，信用成本率趋降



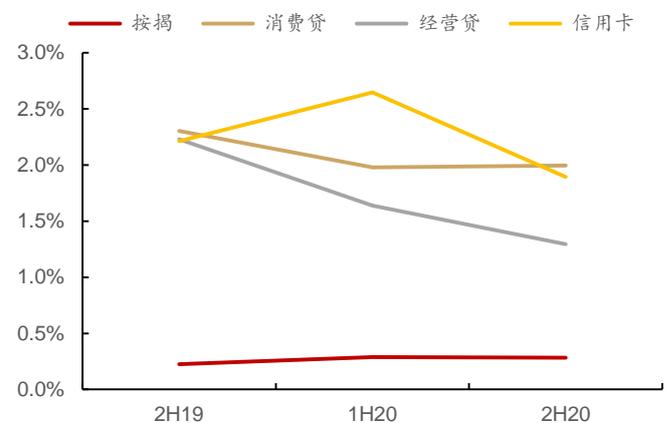
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 22 公司贷款不良率抬头，个贷不良率低位下行



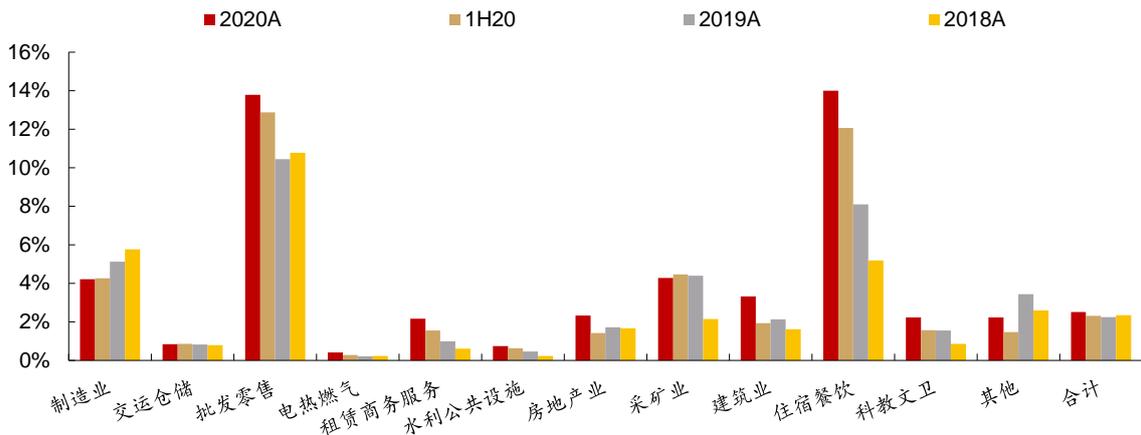
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 23 信用卡和经营贷不良率压降



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 24 境内分行公司类贷款按行业划分不良率

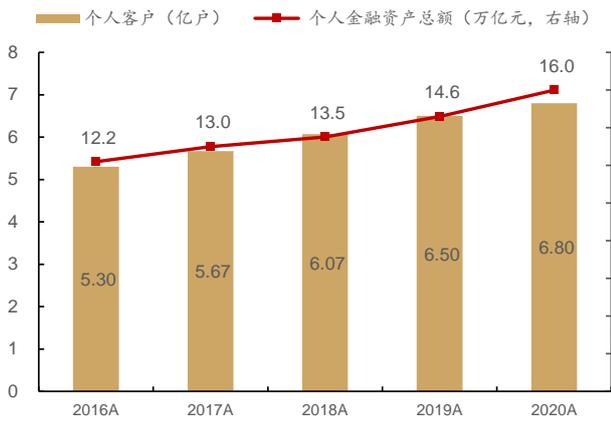


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 公司经营看点：第一个人金融银行战略深化，零售业务利润贡献度超公司业务

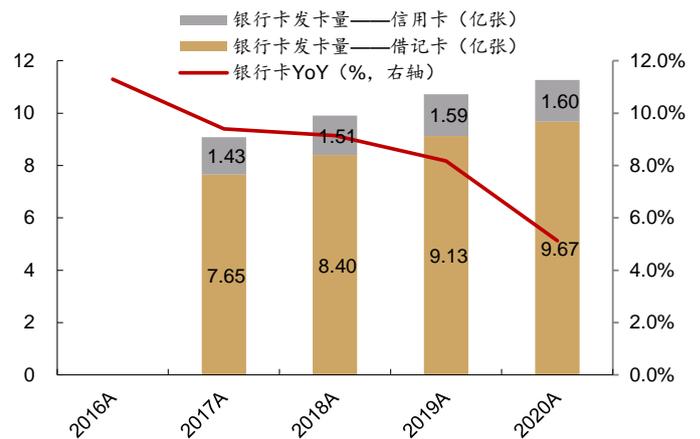
继工行正式提出打造“第一个人金融银行”战略，2020年在保持战略定力的基础上，客户覆盖面和贡献度持续提升。客户数来看，2020年公司个人客户达6.8亿户，高基数下仍同比增加超3000万户；个人手机银行客户数4.16亿户，总量、增量、月均动户数均位列同业第一。另一方面，2020年银行卡累计发卡11.27亿张，同比增幅5%，在高基数的基础上仍保持良好的扩张势头。结构上，高净值客户覆盖面进一步提升，2020年户均资产800万及以上的个人客户达到10.2万户，同比增速12.8%，管理资产规模1.8万亿元，同比增速15.4%，均较2019年进一步提速，户均规模保持在1700万元以上。

图 25 个人客户数和个人金融资产总额持续增长



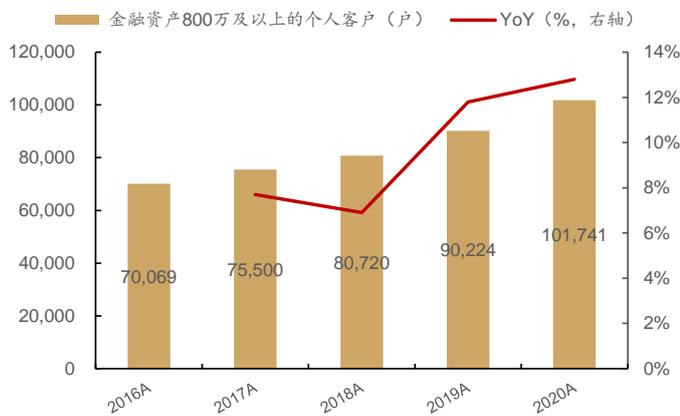
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 26 银行卡发卡量达 11.27 亿张



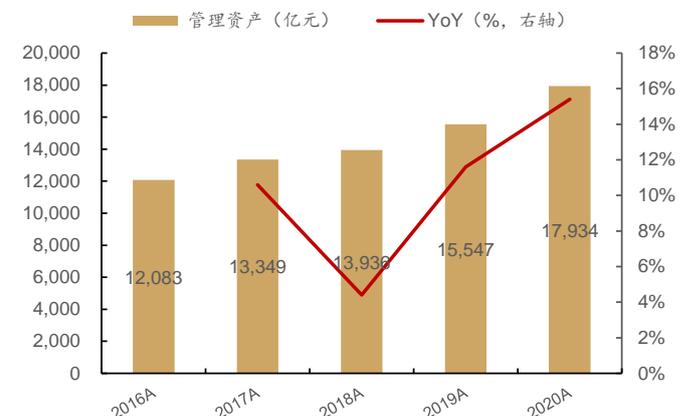
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 27 金融资产 800 万及以上的个人客户增长 12.8%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

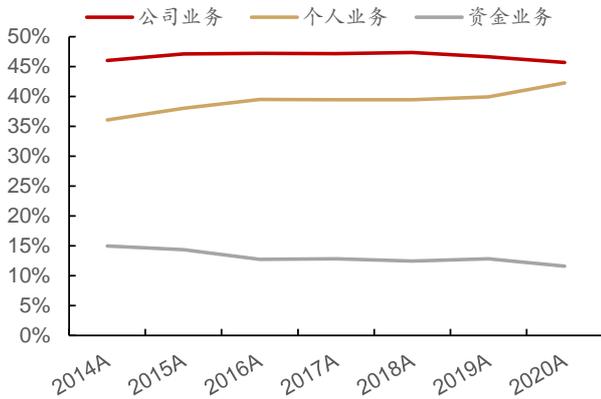
图 28 管理资产规模增速提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

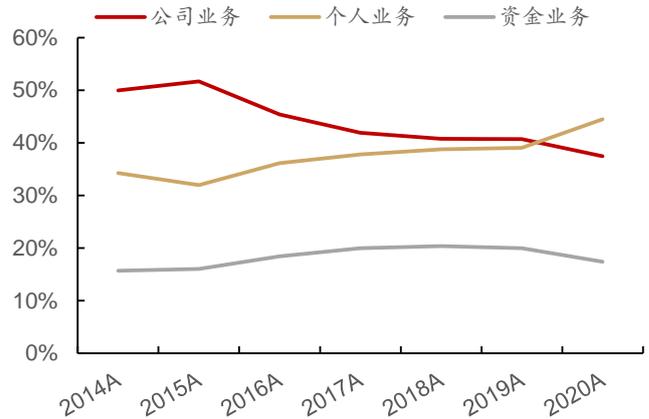
从业务分部角度来看，大零售业务转型下，工行零售业务对营收的贡献度持续提升至 2020 年的 42.3%，较 2019 年提高 2.4 个百分点，同时受益于减值计提，零售业务利润贡献度高达 44.5%，同比提升 5.5 个百分点，首次超过对公业务成为全行首要利润来源。伴随未来场景和流量的持续转化，零售业务有望从量和价上持续驱动公司盈利能力。

图 29 营收分部：个人业务营收贡献度持续提升至 42.3%



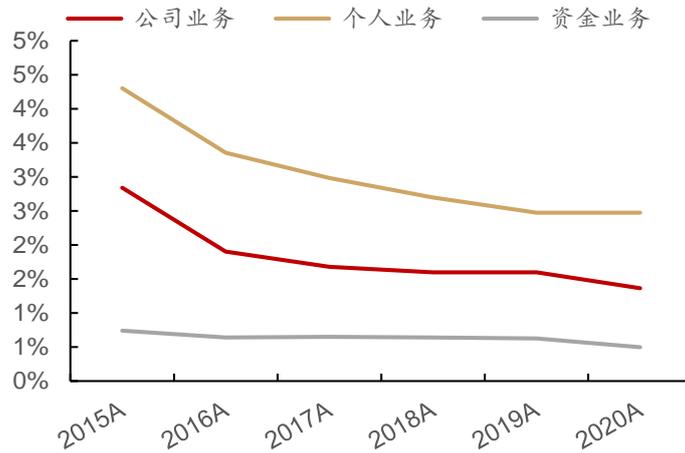
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 30 利润分部：零售业务计提拨备较少，提升了税前利润贡献度至 44.5%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 31 分部 ROA：零售业务收益率企稳



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 投资建议

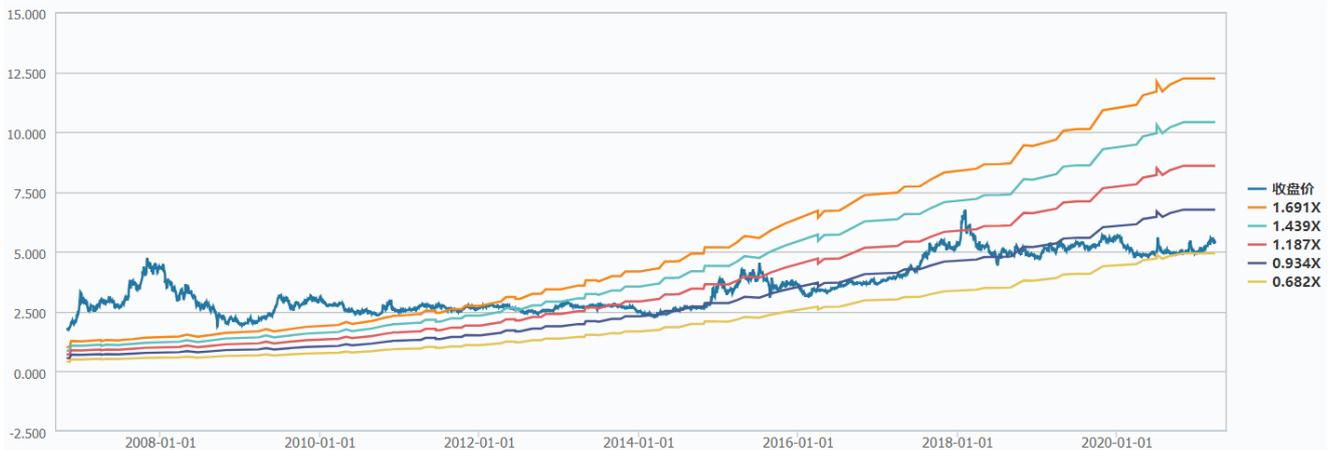
公司 2020 年业绩亮点关注：1) 全年核心盈利稳健，年末减值计提放缓下，Q4 利润增 44% 贡献全年业绩增速转正；2) 贷款双位数增速拉动资产增速创新高，投向零售贷款前低后高，预计后续随着消费回暖将贡献更多增量；3) 负债端保持高存款占比优势的同时，存款活期率进一步提升，拉低负债成本；4) 信用卡分期手续费归入利息收入，一次性抬高息差 6BP 左右；5) 公司类贷款不良抬升下账面不良率抬头，但不良和逾期双降、先行指标向好，且逾期贷款规模首次降至不良贷款以下，判断不良抬升更多是认定趋严后的不良下迁，表内资产质量实则向好。

总体来看，工行在庞大业务体量的基础上，伴随零售战略的持续深化，2020年多项业务和客群覆盖面仍保持了增长活力，零售业务的利润贡献度也首次超过对公业务，继续做实“第一个人金融银行”的定位。

2021-2023年，我们主要假设：1) 公司息差整体表现稳健，负债成本优势显著，利率上行周期预计净息差将企稳回升；2) 2021年总资产规模整体保持9.3%左右的增速；3) 信用成本率已下行至1%以下，不良持续出清的基础上，拨备计提压力不大，但目前拨备率在上市银行中处于中低水平，预计后续若加强计提，信用成本将略有提升。

基于上述假设，我们预计2021-2023年公司的营业收入分别为9250.35亿元、10028.75亿元、10887.05亿元，同比增长4.8%、8.4%、8.6%；归母净利润分别为3254.89亿元、3419.56亿元、3646.35亿元，同比增长3.0%、5.1%、6.6%。公司目前股价对应2021-2023年PB仅0.66、0.61、0.57倍，估值低于可比同业，考虑到公司整体基本面稳健，保持持续稳定的分红率，零售战略和金融科技加持，首次覆盖我们给予公司“增持”评级。

图 32 工行 PB 处于历史底部位置



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 33 工商银行静态 PB 处大行中位

证券代码	证券简称	市净率 PB(LF)	证券代码	证券简称	市净率 PB(LF)
601658.SH	邮储银行	0.83	600036.SH	招商银行	2.03
601939.SH	建设银行	0.78	000001.SZ	平安银行	1.39
601398.SH	工商银行	0.71	601166.SH	兴业银行	0.91
601288.SH	农业银行	0.64	601916.SH	浙商银行	0.77
601988.SH	中国银行	0.56	601818.SH	光大银行	0.66
601328.SH	交通银行	0.47	600000.SH	浦发银行	0.59
大行PB均值		0.67	601998.SH	中信银行	0.57
			600016.SH	民生银行	0.49
			600015.SH	华夏银行	0.45
			股份行PB均值		0.87

资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 34 关键指标及假设（具体请见盈利预测表）

(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净息差 (%)	2.30%	2.15%	2.12%	2.14%	2.17%
平均生息资产	28,430,571	31,129,966	34,216,996	37,411,445	40,737,128
增速 (%)	7.90%	9.49%	9.92%	9.34%	8.89%
营业收入	855,428	882,665	925,035	1,002,875	1,088,705
增速 (%)	10.55%	3.18%	4.80%	8.41%	8.56%
归母净利润	312,224	315,906	325,489	341,956	364,635
增速 (%)	4.89%	1.18%	3.03%	5.06%	6.63%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

4. 风险提示

- 1) 经济未来修复不及预期，信用成本继续大幅提升的风险；
- 2) 公司经营层面的重大风险。

财务报表和主要财务比率

利润表						指标和估值					
百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	百万元; 元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
平均生息资产	28,430,571	31,129,966	34,216,996	37,411,445	40,737,128	ROAA (%)	1.08	1.00	0.93	0.90	0.88
净息差	2.30	2.15	2.12	2.14	2.17	ROAE (%)	12.47	11.34	10.84	10.59	10.51
利息收入	1,063,445	1,092,521	1,207,721	1,347,985	1,494,711	每股净资产	6.93	7.48	8.10	8.76	9.45
利息支出	431,228	445,756	511,245	579,023	646,879	EPS	0.86	0.87	0.90	0.94	1.01
净利息收入	632,217	646,765	696,476	768,962	847,832	股利	93664	94804	99340	104366	111288
非息收入						DPS	0.26	0.27	0.27	0.29	0.31
手续费和佣金收入	130,573	131,215	133,839	139,193	146,153	股息支付率	30	31	31	31	31
交易性收入	17,101	42,803	32,838	32,838	32,838	发行股份	356407	356407	356407	356407	356407
其他收入	75,537	61,882	61,882	61,882	61,882						
非息总收入	223,211	235,900	228,559	233,913	240,873						
非息费用						业绩数据					
业务管理费	199,050	196,848	207,512	220,008	236,228	增长率 (%)					
其他费用	79,176	83,243	87,519	92,014	96,741	净利息收入	10.4	2.3	7.7	10.4	10.3
营业税金及附加	7,677	8,524	9,178	10,102	11,135	非利息收入	10.9	5.7	(3.1)	2.3	3.0
非息总费用	285,903	288,615	304,209	322,124	344,104	非利息费用	18.6	0.9	5.4	5.9	6.8
税前利润	391,789	392,126	403,841	425,287	456,961	净利润	4.9	1.2	3.0	5.1	6.6
所得税	78,428	74,441	78,351	83,331	92,326	平均生息资产	7.9	9.5	9.9	9.3	8.9
归母净利润	312,224	315,906	325,489	341,956	364,635	总付息负债	7.8	10.7	9.9	9.4	9.0
						风险加权资产	18.0	8.8	7.3	7.6	8.4
						营业收入分解 (%)					
资产负债表数据						净利息收入占比	73.9	73.3	75.3	76.7	77.9
总资产	30,109,436	33,345,058	36,439,448	39,684,159	43,081,611	佣金手续费收入占比	15.3	14.9	14.5	13.9	13.4
贷款总额	16,761,319	18,624,308	20,494,753	22,446,204	24,412,267	营业效率 (%)					
客户存款	22,977,655	25,134,726	27,396,851	29,807,774	32,341,435	成本收入比	23.3	22.3	22.4	21.9	21.7
其他付息负债	3,273,738	3,930,794	4,542,188	5,143,666	5,759,389	流动性 (%)					
股东权益	2,676,186	2,893,502	3,114,372	3,346,683	3,594,752	贷款占生息资产比	56.6	56.8	57.2	57.4	57.5
资产质量						期末存贷比	72.9	74.1	74.8	75.3	75.5
不良贷款	240,187	293,978	317,169	342,900	361,503	资本 (%)					
不良率	1.43	1.58	1.55	1.53	1.48	核心一级资本充足率	13.2	13.2	13.1	13.1	13.1
贷款损失拨备	478,730	531,161	593,105	697,801	831,458	一级资本充足率	14.3	14.3	14.1	14.0	14.0
拨备覆盖率	199	181	187	204	230	资本充足率	16.8	16.9	16.6	16.5	16.6
拨贷比	2.86	2.85	2.89	3.11	3.41						
信用成本	162,108	171,830	184,729	218,208	248,383						
信用成本 (%)	1.01	0.97	0.94	1.02	1.06						

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。