

601398.SH

增持

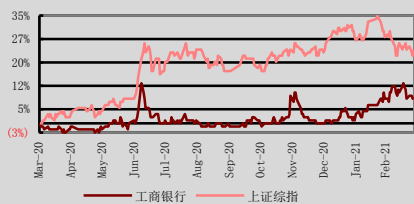
原评级: 增持

市场价格: 人民币 5.35

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 盈利大幅回升转正, 负债端优势突出

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	6.8	(0.4)	7.6	8.7
相对上证指数	9.2	2.2	7.0	(14.9)

发行股数(百万)	356,406
流通股(%)	76
总市值(人民币 百万)	1,906,773
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,807
资本充足率(%) (2020)	净现金
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2021年3月26日收市价为标准

相关研究报告

《工商银行: 盈利增速拐点向上, 账面不良延续上行》20201112

《工商银行: 营收增速回升, 资产分类更加严格》20200902

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: 熊颖

(8621)20328596

ying.xiong@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090003

证券分析师: 林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

工商银行

盈利大幅回升转正, 负债端优势突出

工行4季末净利润增速大幅改善回正, 营收增速保持平稳增长。2020年工行存贷增速均创历史新高, 存款结构进一步优化, 存款成本保持行业绝对低位。负债端的优势预计将在2021年支撑工行息差取得优于同业的良好表现。资产质量方面, 工行账面不良虽有所上行, 但其不良认定更加严格, 不良+关注贷款占比较半年末明显下降。维持公司增持评级。

支撑评级的要点

- 4季度盈利大幅改善, 看好21年息差表现

工行4季度盈利表现明显改善, 增速大幅回升转正, 4季度单季净利润同比增长44.2%, 带动全年净利润收入同比增1.2% (vs前三季度, -9.15%)。4季度盈利的改善主要源于随着疫情压力缓释, 工商银行在4季度减轻了拨备计提力度, 单季信贷成本0.5% (vs3季度1.19%)。工商银行营收全年同比增3.2%, 较前三季度(+2.90%)保持平稳。2020年工行继续坚持深化个人金融战略, 推出“第一个人金融银行战略”品牌体系, 截止年末个人客户6.8亿, 资产规模600万以上的私人客户数18.2万, 均处行业领先水平, 我们看好工行深厚的客群实力所带来的高护城河在未来的持续业务贡献。2020年工商银行净息差2.15%, 同比下降15BP, 主要是资产端收益率降幅大于负债端成本的下行。2020年工行资产端收益率受LPR切换, 降费让利支持实体经济等因素的影响, 生息资产收益率同比下降24BP, 其中信贷资产收益率同样下降24BP。

- 20年存贷增速创历史新高, 负债端揽储优势突出

2020年工商银行勇于担当大行责任, 积极加大对实体经济的帮扶力度, 信贷和规模增速均创近5年来新高, 全年分别增11.1%/10.7%, 信贷在总资产中的占比54.4%, 较2019年基本保持不变。负债端来看, 2020年工行存款同样保持较快增长, 同比增9.37%, 储蓄存款增量创历史新高, 存款在总负债中的占比基本保持稳定, 为82.6%。结构上, 2020年末工商银行存款结构进一步优化, 活期存款占比同比提升2.3个百分点至50.4%, 使得工行存款成本维持在1.61%的行业低位, 较19年仅小幅上行2BP。展望2021年, 随着货币政策边际收敛, 市场资金利率存上行压力, 工行强大的揽储能力和负债端明显优势使得其在保持息差稳定性方面优势突出。

- 账面不良环比上行, 不良认定进一步严格

资产质量方面, 4季末工行不良率1.58%, 环比上行3BP, 同比提升15BP。工行账面不良的上行一方面和2020年疫情对实体经济带来的冲击有关, 另一方面主要是与公司做实资产分类, 严格不良认定有关。尽管账面不良上行, 但工行不良+关注贷款占比较半年末下降12BP至3.79%; 逾期90天以上贷款/不良贷款的比例4季度末为57.3%, 较半年末下降4.6个百分点, 绝对水平处行业低位。结构上看, 工行2020年受疫情影响主要是对公贷款不良率同比有所上行, 同比提升27BP至2.29%, 而零售不良继续保持低位改善, 同比下降5BP至0.56%。

估值

- 我们上调公司2021/2022年EPS至0.94/0.98 (原EPS为0.85/0.94), 对应净利润增速为6.3%/4.2%。目前股价对应2021/2022年市净率为0.65X/0.61X, 对应市盈率为5.68x/5.45x。

评级面临的主要风险

- 经济下行超预期; 金融监管超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入-扣除其他成本	776,252	799,422	861,512	925,891	977,160
变动(%)	7.0	3.0	7.8	7.5	5.5
归母净利润	312,224	315,906	335,913	349,926	365,854
变动(%)	4.9	1.2	6.3	4.2	4.6
净资产收益率	13.2	12.3	12.0	11.5	11.2
每股收益(元)	0.88	0.89	0.94	0.98	1.03
原预测(元)			0.85	0.94	
变动(%)			10.6	4.26	
市盈率(倍)	6.11	6.04	5.68	5.45	5.21
市净率(倍)	0.77	0.71	0.65	0.61	0.56

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2020 年年报摘要 (百万)

	2020 年	2019 年	同比增减 (%)
利息净收入	646,765	632,217	2.30
手续费及佣金净收入	131,215	130,573	0.49
其他营业收入	104,685	92,638	13.0
营业收入	882,665	855,164	3.2
业务及管理费	196,848	199,050	(1.1)
资产减值损失	202,668	178,957	13.2
营业利润	391,382	390,568	0.21
利润总额	392,126	391,789	0.09
净利润	317,685	313,361	1.38
归属于母公司股东的净利润	315,906	312,224	1.18

资料来源：公司公告，中银证券

2020 年归母净利润同比+1.18% (前三季度-9.15%)。营业收入同比+3.18%，净息差 2.15% (-15bp, YoY)，利息净收入同比+2.30%，手续费净收入同比+0.49%。成本收入比 22.30% (-97bp, YoY)。公司 2020 年 ROA1.00% (-8bp, YoY)；ROE11.95% (-1.10pct, YoY)。2020 年末总资产 33.35 万亿元 (+10.75%, YoY/-0.38%, QoQ)。其中贷款+11.08%, YoY/+0.99%, QoQ；存款+9.39%, YoY/-1.76%, QoQ。2020 年末不良贷款率 1.58% (+15bp, YoY/+3bp, QoQ)。拨备覆盖率 180.68% (-18.64pct, YoY/-9.51pct, QoQ)，拨贷比 2.85%(-1bp, YoY/-10bp, QoQ)。公司 2020 年分红率为 30.90%；2020 年末核心一级资本充足率 13.18%，资本充足率 16.88%。

4 季度盈利大幅改善，看好 21 年息差表现

工商银行 4 季度盈利表现明显改善，增速大幅回升转正，4 季度单季净利润同比增 44.2%，带动全年净利润收入同比增 1.2% (vs 前三季度，-9.15%)。4 季度盈利的改善主要源于随着疫情压力缓释，工商银行在 4 季度减轻了拨备计提力度，单季信贷成本 0.5% (vs 3 季度 1.19%)。工商银行营收全年同比增 3.2%，较前三季度 (+2.90%) 保持平稳。2020 年工行继续坚持深化个人金融战略，推出“第一个个人金融银行战略”品牌体系，截止年末个人客户 6.8 亿，资产规模 600 万以上的私行客户数 18.2 万，均处行业领先水平，目前工行零售业务营收与利润贡献占比均超 40%。零售转型、财富管理是中长期银行业对冲经济增速下行，减少周期扰动的发展大势，我们看好工行深厚的客群实力所带来的高护城河在未来的持续业务贡献。

2020 年工商银行净息差 2.15%，同比下降 15BP，主要是资产端收益率降幅大于负债端成本的下行。2020 年工行资产端收益率受 LPR 切换，降费让利支持实体经济等因素的影响，生息资产收益率同比下降 24BP，其中信贷资产收益率同样下降 24BP；负债端同业负债和发行债券成本的下降，带动工行付息成本同比下降 9BP 至 1.67%。进入 2021 年，我们认为工行资产端收益下行的压力将明显减轻，一方面信贷需求旺盛、货币政策回归常态皆正向支撑信贷利率保持稳中有升的态势；另一方面，在市场普遍关注的扶持实体经济力度方面，随着经济复苏回暖，工行的压力也将边际改善，普惠小微的增速目标从 40% 以上降至 30% 以上，信贷利率再次大幅下降空间有限。而工行负债端的揽储优势在 2021 年将成为胜负先手，预计工行息差表现在 2021 年有相较同业的更优表现。

20 年存贷增速创历史新高，负债端揽储优势突出

2020 年工商银行勇于担当大行责任，积极加大对实体经济的帮扶力度，信贷和规模增速均创近 5 年来新高，全年分别增 11.1%/10.7%，信贷在总资产中的占比 54.4%，较 2019 年基本保持不变。负债端来看，2020 年工行存款同样保持较快增长，同比增 9.37%，储蓄存款增量创历史新高，存款在总负债中的占比基本保持稳定，为 82.6%。结构上，2020 年末工商银行存款结构进一步优化，活期存款占比同比提升 2.3 个百分点至 50.4%，使得工行存款成本维持在 1.61% 的行业低位，较 19 年仅小幅上行 2BP。展望 2021 年，随着货币政策边际收敛，市场资金利率存上行压力，工行强大的揽储能力和负债端明显优势使得其在保持息差稳定性方面优势突出。

账面不良环比上行，不良认定进一步严格

资产质量方面，4季末工行不良率1.58%，环比上行3BP，同比提升15BP。工行账面不良的上行一方面和2020年疫情对实体经济带来的冲击有关，另一方面主要是与公司做实资产分类，严格不良认定有关。尽管账面不良上行，但工行不良+关注贷款占比较半年末下降12BP至3.79%；逾期90天以上贷款/不良贷款的比例4季度末为57.3%，较半年末下降4.6个百分点，绝对水平处行业低位。结构上看，工行2020年受疫情影响主要是对公贷款不良率同比有所上行，同比提升27BP至2.29%，而零售不良继续保持低位改善，同比下降5BP至0.56%。4季末工行拨备覆盖率180.6%，环比下降9.51个百分点，未来仍有进一步提升空间。

投资建议

工行4季末净利润增速大幅改善回正，营收增速保持平稳增长。2020年工行积极扶持实体经济，存贷增速均创历史新高，其中负债端优势明显，存款结构进一步优化，存款成本保持行业绝对低位。负债端的优势预计将在2021年支撑工行息差取得优于同业的良好表现。资产质量方面，工行账面不良虽有所上行，但其不良认定更加严格，不良+关注贷款占比较半年末明显下降。鉴于公司盈利数据的明显改善，我们上调公司2021/2022年EPS至0.94/0.98（原EPS为0.85/0.94），对应净利润增速为6.3%/4.2%。目前股价对应2021/2022年市净率为0.65X/0.61X，对应市盈率为5.68x/5.45x，维持工行**增持**评级。

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。

监管管控超预期。2020年疫情冲击下，监管引导银行让利实体经济，预计2021年助力实体经济发展政策将会延续，但若利率管控或者让利政策超市场预期，或将影响银行盈利表现。

损益表(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.88	0.89	0.94	0.98	1.03
BVPS (摊薄/元)	6.93	7.48	8.17	8.84	9.50
每股股利	0.26	0.27	0.29	0.30	0.32
分红率(%)	30.00	30.90	30.90	30.90	30.90
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	16,805	18,667	20,534	22,588	24,846
证券投资	7,715	8,725	9,860	11,339	13,039
应收金融机构的款项	1,888	1,821	1,821	1,821	1,821
生息资产总额	29,247	32,221	35,476	39,282	43,549
资产合计	30,109	33,345	36,714	40,653	45,069
客户存款	22,978	25,135	27,146	29,317	31,663
计息负债总额	26,251	29,066	31,751	34,613	37,753
负债合计	27,417	30,436	33,558	37,257	41,437
股本	356	356	356	356	356
股东权益合计	2,676	2,894	3,138	3,377	3,612
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	606.93	646.77	695.73	750.01	790.47
净手续费及佣金收入	130.57	131.22	144.34	154.44	165.25
营业收入	776.25	799.42	861.51	925.89	977.16
营业税金及附加	(7.68)	(8.52)	(9.19)	(9.87)	(10.42)
拨备前利润	570.75	594.79	640.93	688.77	726.87
计提拨备	(178.96)	(202.67)	(223.97)	(254.42)	(272.75)
税前利润	391.79	392.13	416.96	434.35	454.12
净利润	312.22	315.91	335.91	349.93	365.85
资产质量					
NPL ratio(%)	1.43	1.58	1.58	1.55	1.50
NPLs	240.19	293.98	324.44	350.11	372.70
拨备覆盖率(%)	199	181	173	169	165
拨贷比(%)	2.85	2.85	2.73	2.62	2.47
一般准备/风险加权资(%)	2.57	2.64	2.46	2.35	2.20
不良贷款生成率(%)	0.73	1.15	1.15	1.15	1.15
不良贷款核销率(%)	(0.70)	(0.85)	(0.99)	(1.03)	(1.06)

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营管理 (%)					
贷款增长率	8.71	11.08	10.00	10.00	10.00
生息资产增长率	8.56	10.17	10.10	10.73	10.86
总资产增长率	8.70	10.75	10.10	10.73	10.86
存款增长率	7.33	9.39	8.00	8.00	8.00
付息负债增长率	7.78	10.72	9.24	9.02	9.07
净利息收入增长率	6.01	6.56	7.57	7.80	5.39
手续费及佣金净收入增长率	(10.14)	0.49	10.00	7.00	7.00
营业收入增长率	6.98	2.98	7.77	7.47	5.54
拨备前利润增长率	6.88	4.21	7.76	7.46	5.53
税前利润增长率	5.20	0.09	6.33	4.17	4.55
净利润增长率	4.89	1.18	6.33	4.17	4.55
非息收入占比	16.82	16.41	16.75	16.68	16.91
成本收入比	25.64	24.62	24.62	24.62	24.62
信贷成本	1.11	1.14	1.14	1.18	1.15
所得税率	20.02	18.98	18.98	18.98	18.98
盈利能力 (%)					
NIM	2.24	2.15	2.10	2.05	1.95
拨备前 ROAA	1.97	1.87	1.83	1.78	1.70
拨备前 ROAE	22.80	21.36	21.25	21.14	20.80
ROAA	1.08	1.00	0.96	0.90	0.85
ROAE	13.25	12.30	12.04	11.54	11.19
流动性 (%)					
分红率	30.00	30.90	30.90	30.90	30.90
贷存比	73.14	74.27	75.65	77.05	78.47
贷款/总资产	55.81	55.98	55.93	55.56	55.13
债券投资/总资产	25.62	26.17	26.86	27.89	28.93
银行同业/总资产	6.27	5.46	4.96	4.48	4.04
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	13.20	13.18	12.66	12.39	12.08
资本充足率	16.77	16.88	15.92	15.34	14.74
加权风险资产-一般法	18,617	20,124	22,785	25,230	27,971
% 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