

分析师: 王鸿行

登记编码: S0730519050002

wanghx@ccnew.com 021-50586635

净息差企稳回升, 不良认定进一步趋严

——工商银行(601398)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

市场数据(2021-04-08)

发布日期: 2021年04月12日

收盘价(元)	5.44
一年内最高/最低(元)	5.85/4.88
沪深300指数	5112.21
市净率(倍)	0.73
总市值(亿元)	19,388.50
流通市值(亿元)	14,666.90

基础数据(2020-12-31)

每股净资产(元)	7.48
总资产(亿元)	333,450.58
所有者权益(亿元)	28,935.02
净资产收益率(%)	11.95
总股本(亿股)	3,564.06
H股(亿股)	867.94

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 1 《工商银行(601398)年报点评: 资产收益率带动息差小幅下行, 资产质量持续改善》
2020-03-30
- 2 《工商银行(601398)中报点评: 资产质量稳中向好, 拨备覆盖率稳步提升》
2019-09-04
- 3 《工商银行(601398)年报点评: 资产质量持续改善, 资本实力进一步夯实》
2019-04-08

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

投资要点:

事件: 近期, 工商银行发布2020年度报告。2020年, 公司实现营业收入8826.65亿元, 同比增长3.18%; 实现归母净利润3159.06亿元, 同比增长1.18%; 2020年末, 公司不良贷款率为1.58%, 环比上升3bp, 不良贷款拨备覆盖率为180.68%, 环比降低9.5个百分点。

- 下半年资产端平均利率降幅收窄, 负债端平均利率继续下降, 净息差触底回升。2020年, 公司净息差为2.15%, 较前三季度提升5bp, 较上半年提升2bp。下半年, 让利负面影响逐步减弱, 同时受益于市场利率的大幅提升与对高成本存款规模的有效控制, 公司资产端平均收益率降幅收窄, 负债端平均成本率下降, 共同促进公司息差提升。具体而言, 公司生息资产平均收益率较上半年下降5bp, 降幅收窄10bp, 付息负债平均成本率较上半年下降4bp。
- 不良贷款率环比继续上升, 但升幅收窄, 关注类贷款占比持续下降。2020年末, 公司不良贷款率为1.58%, 环比上升3bp, 但升幅较Q3下降2bp。前瞻性指标方面, 2020年末, 公司关注类贷款占比环比下降20bp至2.21%, 为2014年以来的最低水平。下半年, 公司不良贷款认定进一步趋严, 2020年末, 公司逾期90天以上贷款占不良贷款的比重进一步下降至新低57.33%。下半年, 公司逾期贷款占比由降转升, 2020年末逾期贷款占比较上半年末上升7bp至1.44%, 逾期贷款占比上升主要是逾期90天以内贷款占比上升所致。预计随着让利影响继续出清以及宏观经济的持续修复, 公司逾期贷款占比将下降, 不良率也将企稳回落。
- 计提力度边际减弱, 拨备覆盖率与贷款拨备率环比下降。Q4, 公司计提力度边际减弱, 单季计提信用减值准备229亿元, 较Q3下降313.36亿元, 计提规模为年内最低。由于不良率小幅上升, 且计提力度减弱, 年末公司不良贷款拨备覆盖率较Q3末下降9.5个百分点至180.68%。同时, 公司贷款拨备率环比回落9bp至2.85%
- **投资建议。** Q4, 公司净息差环比明显提升, 不良率升幅收敛, 关注类贷款占比与逾期90天以上贷款不良偏离度持续改善。2020年下半年以来, 银行业所处的宏观环境和监管环境持续向好, 预计公司基本面随行业大势改善的趋势可持续。公司逾期贷款占比与逾期90天以上贷款不良偏离度极低, 后续资产质量压力不大。预计公司业绩将持续改善, 预测公司2021-2022年BVPS为8.10元与8.76元, 当前股价对应的PB分别为0.67倍与0.62倍, 首次给予公司“增

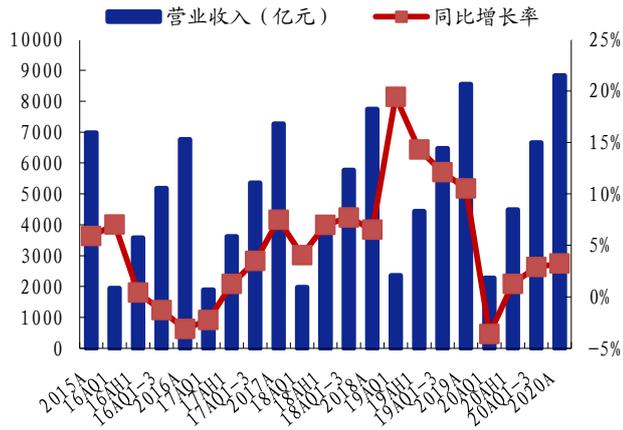
持”投资评级。

● 风险提示：资产质量大幅恶化。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	855,164	882,665	922,187	966,996	1,022,555
增长比率	10.52%	3.22%	4.48%	4.86%	5.75%
净利润(百万元)	313,361	317,685	343,214	363,671	386,399
增长比率	4.90%	1.38%	8.04%	5.96%	6.25%
EPS(元)	0.88	0.89	0.96	1.02	1.08
市盈率(倍)	6.21	6.14	5.68	5.36	5.04
BVPS(元)	6.93	7.48	8.10	8.76	9.45
市净率(倍)	0.78	0.73	0.67	0.62	0.58

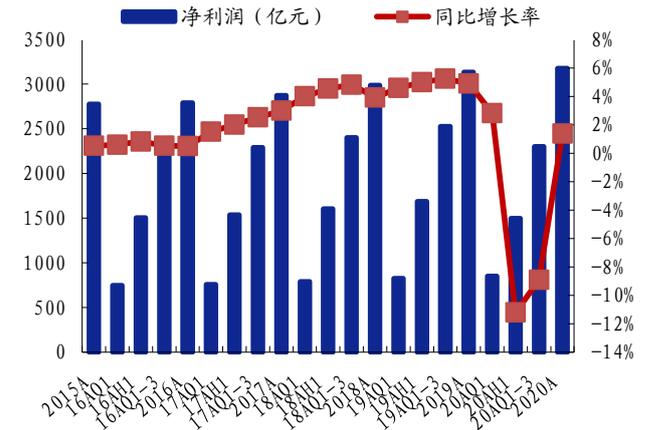
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司营业收入及同比增长率



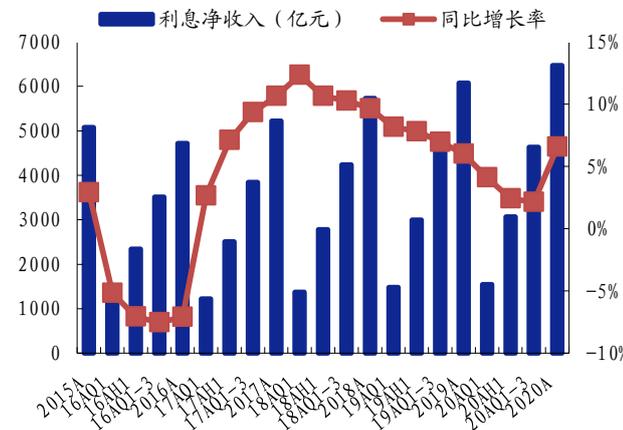
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 公司净利润及同比增长率



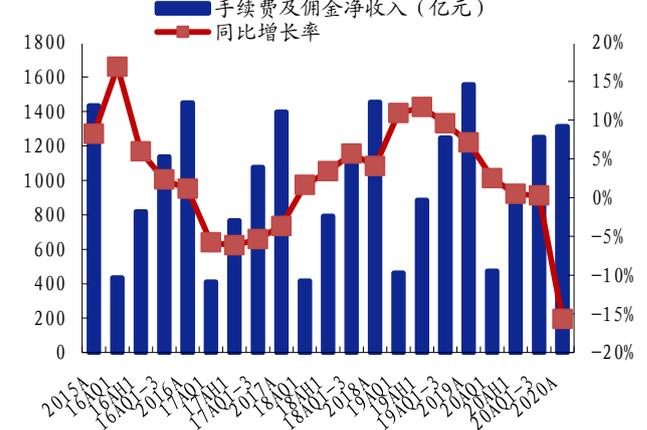
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 公司利息净收入及同比增长率



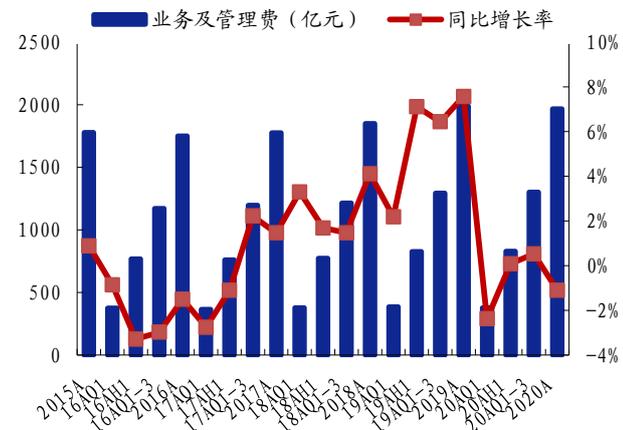
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 公司手续费及佣金净收入及同比增长率



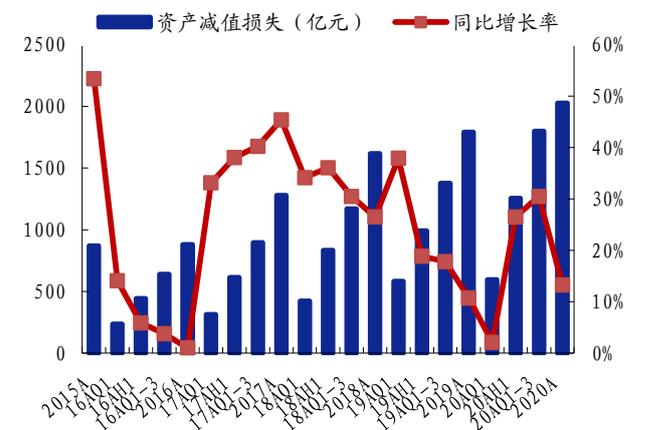
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 公司业务及管理费用及同比增长率



资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 公司资产减值损失及同比增长率



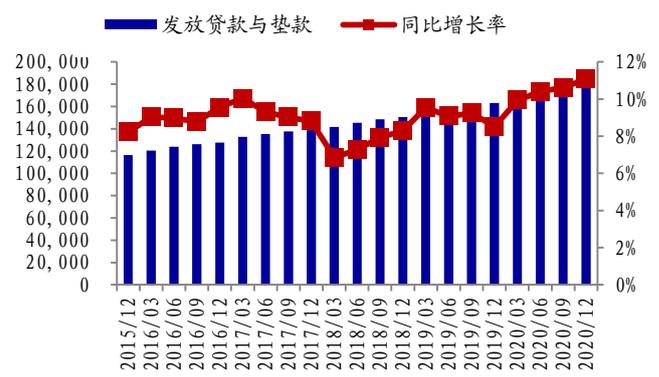
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 公司总资产 (亿元) 及同比增长率



资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 公司发放贷款及垫款 (亿元) 及同比增长率



资料来源: Wind, 中原证券

图 9: 公司总负债 (亿元) 及同比增长率



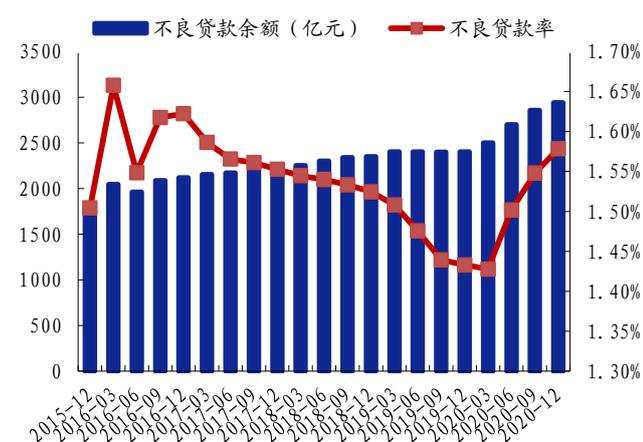
资料来源: Wind, 中原证券

图 10: 公司吸收存款 (亿元) 及同比增长率



资料来源: Wind, 中原证券

图 11: 公司不良贷款余额及不良贷款率



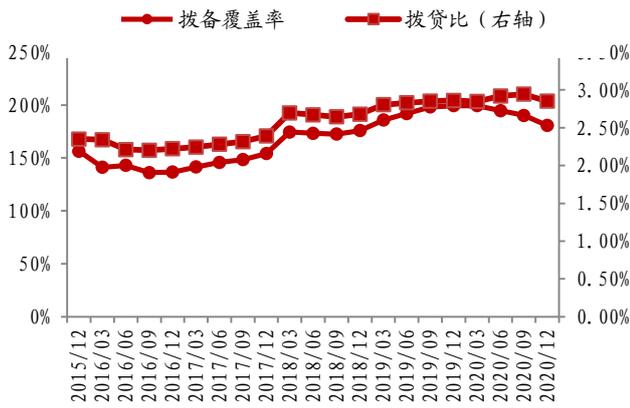
资料来源: Wind, 中原证券

图 12: 公司净息差及同比增长率



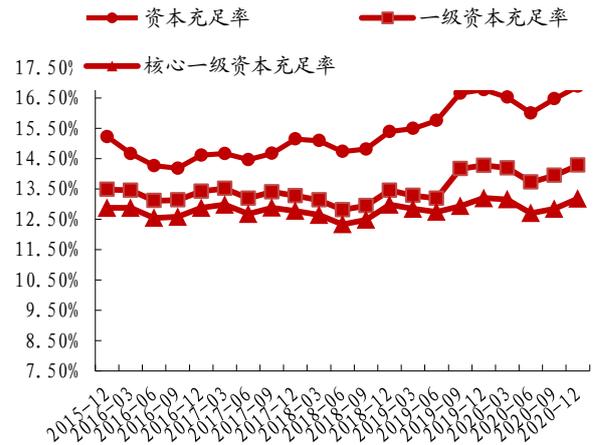
资料来源: Wind, 中原证券

图 13: 公司拨备覆盖率与拨贷比



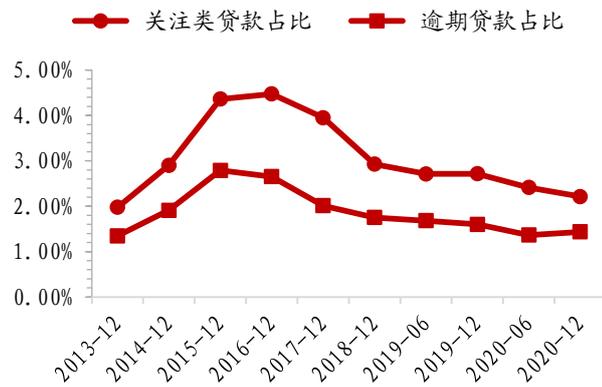
资料来源: Wind, 中原证券

图 14: 公司各级资本充足率



资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 公司关注类贷款占比与逾期贷款占比



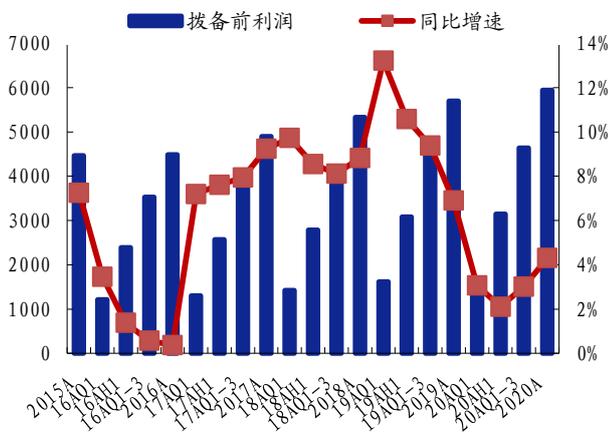
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 公司逾期 90 天以上贷款占不良贷款的比重



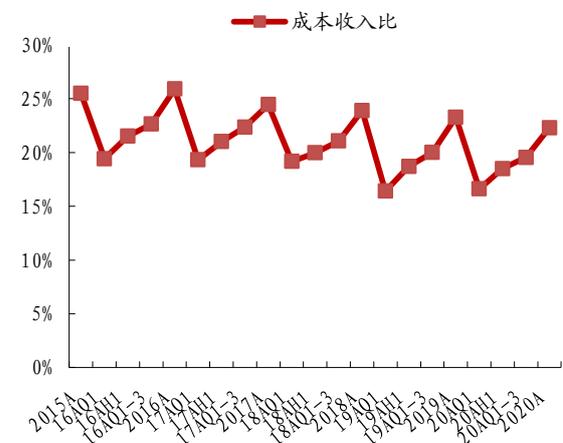
资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 公司拨备前利润 (亿元) 及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 公司成本收入比



资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标与估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金及存放央行	3,317,916	3,537,795	3,755,276	3,800,942	3,771,024	EPS (摊薄)	0.88	0.89	0.96	1.02	1.08
同业资产	1,887,554	1,821,185	1,933,140	1,956,648	1,941,246	BVPS	6.93	7.48	8.10	8.76	9.45
证券投资	7,647,117	8,591,139	9,085,840	9,141,195	9,196,493	P/E	6.21	6.14	5.68	5.36	5.04
贷款总额	16,761,319	18,624,308	20,062,817	21,275,002	22,119,062	P/B	0.78	0.73	0.67	0.62	0.58
贷款损失准备	478,730	531,161	619,351	704,744	814,772						
贷款净额	16,326,552	18,136,328	19,443,466	20,570,257	21,304,289	盈利能力	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
生息资产总额	29,613,906	32,574,427	34,837,074	36,173,786	37,027,825	ROAA	1.08%	1.00%	0.99%	0.98%	0.99%
总资产	30,109,436	33,345,058	35,999,715	38,005,552	39,889,948	ROAE	12.47%	11.31%	11.33%	11.10%	10.93%
同业负债	2,529,846	3,077,693	3,977,299	4,953,245	6,213,576	净利差 (SPREAD)	2.46%	1.85%	1.85%	1.84%	1.89%
存款	22,977,655	25,134,726	26,679,851	27,004,289	26,791,730	净息差 (NIM)	2.41%	2.02%	2.02%	2.00%	2.05%
应付债券	742,875	798,127	861,594	930,109	1,004,071	信贷成本	1.10%	1.13%	1.31%	1.37%	1.40%
付息负债	26,250,376	29,010,546	31,518,744	32,887,643	34,009,377	成本收入比	23.28%	22.30%	23.11%	23.20%	22.65%
总负债	27,417,433	30,435,543	32,850,147	34,601,414	36,215,331	所得税有效税率	20.02%	18.98%	18.90%	19.01%	19.00%
少数股东权益	15,817	16,013	17,258	18,504	19,749						
母公司所有者权益	2,676,186	2,893,502	3,132,506	3,385,831	3,655,065	资产质量	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表 (百万)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	不良贷款率	1.43%	1.58%	1.51%	1.33%	1.29%
利息收入	1,038,154	1,092,521	1,187,977	1,260,242	1,325,410	不良贷款净生成率	0.03%	0.30%	0.05%	-0.09%	0.00%
利息支出	431,228	445,756	507,510	547,022	572,667	拨备覆盖率	199.32%	180.68%	204.56%	248.34%	286.15%
利息净收入	606,926	646,765	680,467	713,219	752,742	拨备/贷款总额	2.86%	2.85%	3.09%	3.31%	3.68%
手续费净收入	155,600	131,215	145,090	155,495	166,600	资本	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
其他非息收入	92,638	21,442	96,630	98,282	103,213	资本充足率	16.77%	16.88%	16.81%	16.94%	17.28%
营业收入	855,164	882,665	922,187	966,996	1,022,555	核心资本充足率	13.20%	13.18%	14.33%	14.56%	14.98%
营业费用与税金	206,727	205,372	222,898	234,580	242,480	杠杆倍数	11.17	11.45	11.41	11.15	10.84
资产减值损失	178,957	202,668	253,190	283,393	303,028						
营业利润	390,568	391,382	423,207	449,023	477,047	业绩增长率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业外收支净额	1,221	744	0	0	0	利息净收入	6.01%	6.56%	5.21%	4.81%	5.54%
利润总额	391,789	392,126	423,207	449,023	477,047	营业收入	10.52%	3.22%	4.48%	4.86%	5.75%
所得税	78,428	74,441	79,993	85,352	90,647	拨备前利润	6.90%	4.31%	13.86%	8.28%	6.51%
净利润	313,361	317,685	343,214	363,671	386,399	净利润	4.90%	1.38%	8.04%	5.96%	6.25%
母公司所有者利润	312,224	315,906	341,435	361,892	384,620						

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。