

2021 年 04 月 30 日

夯实拨备，稳健增长

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 2021 年一季度营业收入 2341.91 亿元, 同比增长 3.18%; 归属于母公司股东净利润 857.30 亿元, 同比增长 1.46%, 对应 EPS 为 0.24 元/股。期末总资产 34.37 万亿, 较期初增长 3.07%; 归属于母公司普通股股东净资产为 2.75 万亿, 较期初增长 3.15%, 对应 BVPS 为 7.72 元/股。考虑银行业总体一季度净利润同比增长 1.5%, 我们认为工商银行业绩符合市场预期。

投资要点

■ **盈利预测与投资评级:** 工商银行一季度营收收入同比增速放缓至 3.18%, 规模扩张趋缓, 净息差比 2020 年全年小幅下行至 2.14%, 基本符合预期。不过, PPOP 和净利润增速均低于收入增速, 源于成本收入比走高+信用减值力度依然较大, 推动拨备覆盖率回升至 183.22%。展望后市, 随着贷款利率逐步回升, 净息差有望企稳, 而当前估值仍接近历史底部, 我们坚定看好估值回升。我们预计工商银行 2021、2022 年归母净利润增速 7.1%、5.5% (维持), 目前 A 股/H 股估值对应 0.64x/0.53x2021PB、5.6x/4.7x2021PE, 当前静态股息率 5.10%/6.08%, 维持“买入”评级。

■ **资产&负债:** 规模扩张趋缓, 对公贷款高增长, 但存款端活期占比降低。

资产端: 工商银行一季度末总资产较期初增长 3.07%, 增速低于可比国有大行, 在今年货币政策回归常态化的环境下, 资产扩张趋缓。资产结构中, 信贷贡献主要增量, 贷款较期初增长 4.61%, 对应一季度净新增贷款规模达到 8581.02 亿元, 超过去年同期增量约 14%。其他资产中, 同业资产保持平均增速, 但投资资产仅增长 1.46%。

贷款结构中: i) 对公贷款是主力, 增速达到 6.46%, 一季度贷款增量中约 84% 投向对公业务, 参考前期银保监会新闻发布会, 我们判断小微企业、制造业等都是核心信贷投向; ii) 由于信贷需求旺盛但额度趋紧, 票据贴现规模明显收缩, 与市场趋势一致; iii) 零售端的个人贷款较期初增长 3.47%, 增速并不高, 我们判断原因包括监管限制按揭贷款额度、当前居民消费仍略显乏力、信用卡优化风险偏好等。

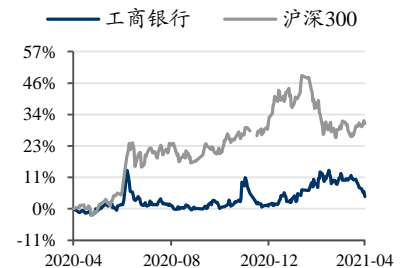
负债端: 一季度总负债增长 3.08%, 其中存款总额增长 3.19%, 负债结构总体保持稳定。存款结构中, 活期存款较期初仅微增 0.77%, 定期存款则增长 6.04%, 期末活期存款的占比由年初的 50.9% 下降至 49.7%。

■ **净息差:** 一季度较 2020 全年进一步下行 1BP 至 2.14%, 预计受到贷款重定价和信贷投向结构的影响。

工商银行一季度净息差为 2.14% (新口径), 尽管未披露去年同期的可比数据, 但较 2020 年全年仍下行 1BP。根据披露数据推算, 一季度生息资产收益率约 3.58%, 较 2020 年全年下行 6BP, 因此资产端收益率下行是影响净息差的主要因素。我们判断原因包括: i) 按揭等部分贷款今年一季度重定价, 收益率下行; ii) 今年新增贷款结构中, 小微贷款的占比较高, 但利率定价较低, 影响收益率; iii) 主流银行普遍开始优化零售贷款的客户结构, 控制风险偏好, 对短期收益率也有一定影响。此外, 考虑工商银行一季度活期存款占比走低, 预计负债成本对净息差也有一定影响。

展望后市, 我们依然看好货币政策趋于常态化的环境下, 新发贷款利率向正常水平回升, 逐渐推动净息差先企稳、后回升。此外, 当前监管环境下, 大型银行在负债端仍然有明显优势, 我们判断负债成本将企稳甚至改善, 从而保证净息差的企稳回升。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.13
一年最低/最高价	4.79/5.85
市净率(倍)	0.66
流通 A 股市值(百万元)	1383110.65

基础数据

每股净资产(元)	7.72
资产负债率(%)	91.29
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 年年报点评: 利润正增, 分红稳定, 逾期“双降”》2021-03-28
- 2、《工商银行 (601398): 2020 年三季报点评: 不良压力显现, 盈利降幅如期收窄》2020-10-31

■ **非利息收入：一季度同口径增长 2.37%，其中手续费仅增长 1.35%。**

今年一季度非利息收入的增速低于利息净收入增速，同口径仅增长 2.37%，占营业收入比例为 28.9%。其中，手续费净收入同口径仅增长 1.35%至 411.64 亿元，我们判断“减费让利”等因素对中收仍有影响。

手续费以外的非利息收入同比增长 4.0%，主要因为去年汇兑损益及保险保费等收入项基数较低，推升今年一季度同比增速。投资端受债市行情影响比较明显，投资收益下滑 32.92%，且公允价值变动也亏损 17.79 亿元。

■ **支出端：成本收入比明显上行，但信用减值力度仍较高，压低 PPOP 及净利润增速。**

工商银行一季度成本收入比为 17.59%，低基数下同比上行 0.97pct，导致 PPOP 增速低于营业收入增速，仅增长 2.84%。此外，与优质中小银行不同，国有大行一季度仍然保持较高的信用减值计提力度，以进一步夯实资产质量。工商银行一季度计提减值金额达到 628.62 亿元，单季度同比增长 5.7%，接近于去年二季度的 659.64 亿元峰值。展望后市，随着动态资产质量逐步企稳，我们判断未来三个季度的信用减值金额将有所收敛。

■ **资产质量：不良率平稳+拨备覆盖率回升，预计全年资产质量将逐步改善。**

工商银行一季度末不良率保持 1.58%，与 2020 年末持平。充分计提减值后，拨备覆盖率回升至 183.22%，考虑去年二至四季度拨备覆盖率连续下滑，本次回升具有拐点意义。展望后市，我们建议对国有大行的资产质量保持理性乐观，未来随着新生成不良率回落，资产质量仍将进一步改善。

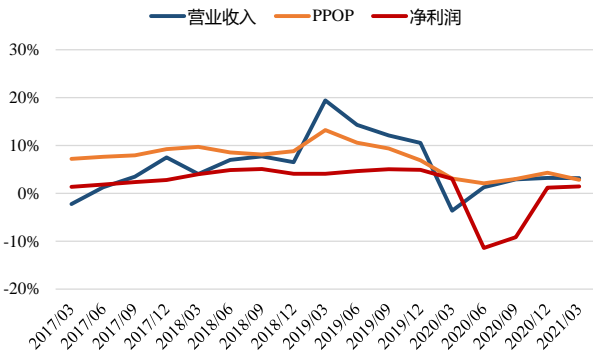
■ **风险提示：1) 资产质量超预期恶化；2) 银行利差持续收窄；3) 信贷融资需求低迷。**

表 1: 2016/12~2021/03 资产与负债主要品种的环比增速

	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	2021/03
总资产	8.7%	8.1%	6.2%	8.7%	10.7%	3.1%
贷款总额	9.4%	9.0%	8.3%	8.7%	11.1%	4.6%
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%	-26.1%
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%	
同业资产	-7.6%	18.1%	-7.5%	11.3%	-3.5%	6.1%
投资资产	9.4%	5.0%	17.3%	13.2%	12.3%	1.5%
总负债	8.6%	8.1%	5.9%	8.1%	11.0%	3.1%
存款总额	9.5%	9.7%	8.3%	7.3%	9.3%	3.2%
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%	
同业负债	0.1%	5.6%	-15.4%	8.6%	21.7%	6.4%
债券	16.7%	47.2%	17.3%	20.2%	7.4%	4.9%
活期存款/存款总额	50.4%	50.6%	48.8%	48.6%	50.9%	49.7%

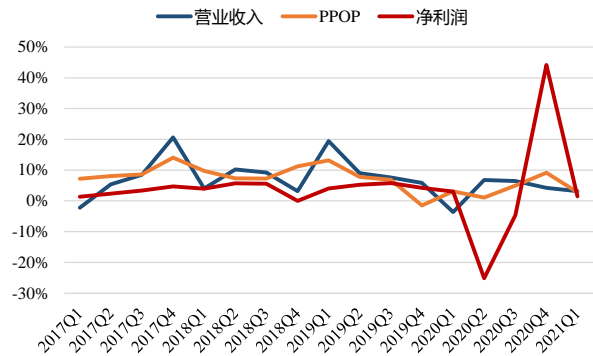
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 1: 2017/03~2021/03 工商银行累计同比盈利增速



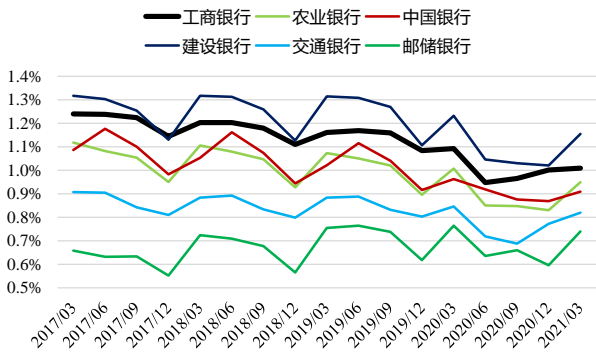
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 2: 2017Q1~2021Q1 工商银行单季度同比盈利增速



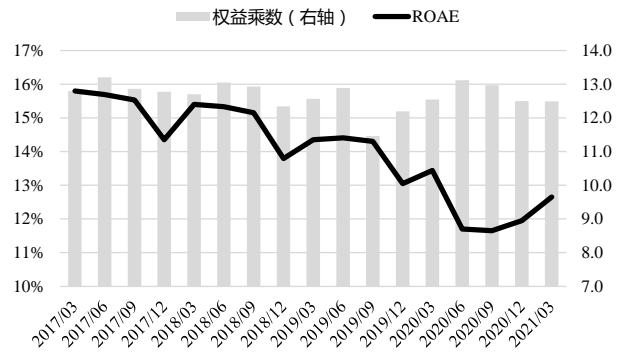
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 3: 2017/03~2021/03 工商银行及可比银行 ROAA



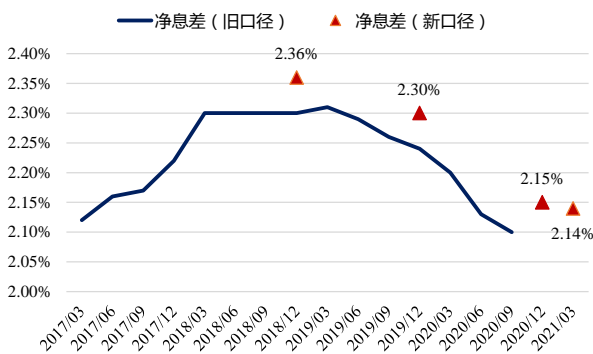
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 4: 2017/03~2021/03 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

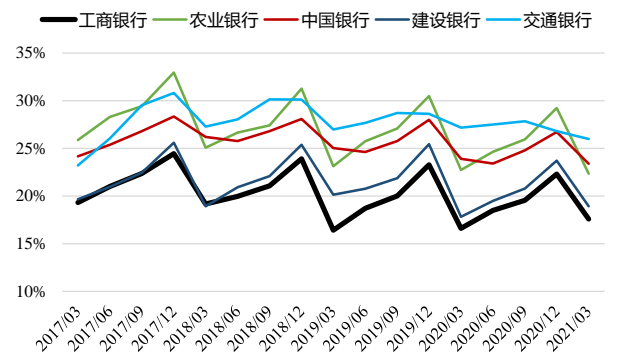
图 5: 2017/03~2021/03 工商银行累计净息差走势



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

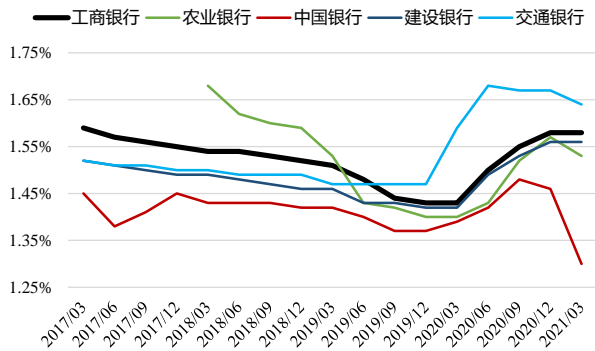
备注: 2020 年年报起净息差财务口径调整, 同时对 2018、2019 年原数据追溯调整

图 6: 2017/03~2021/03 工商银行及可比银行成本收入比



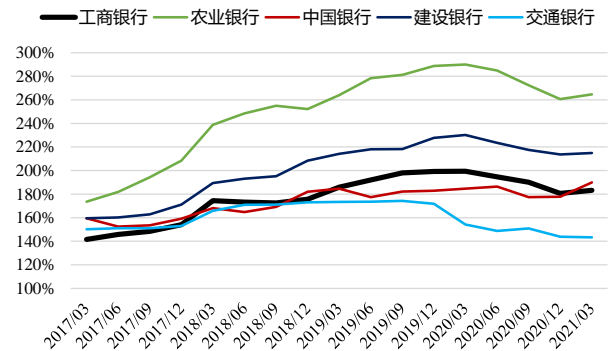
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 7：2017/03~2021/03 国有大型银行不良贷款率



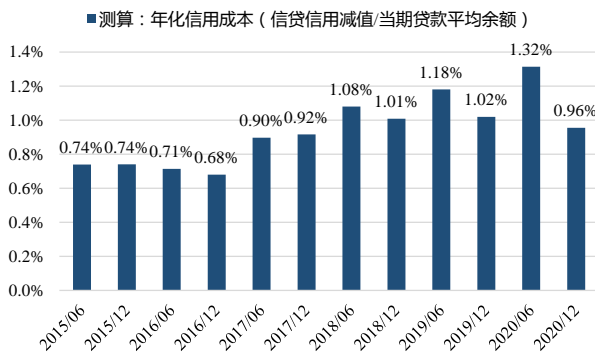
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 8：2017/03~2021/03 国有大型银行拨备覆盖率



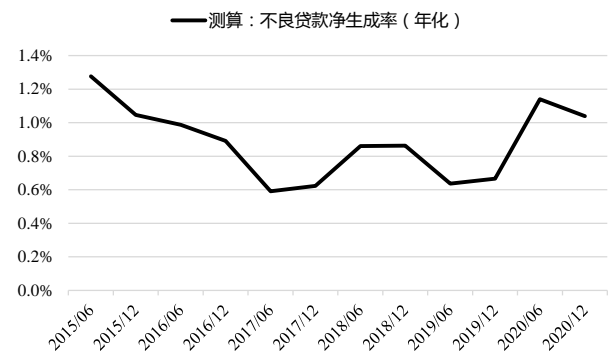
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 9：2015/06~2020/12 工商银行年化信用成本



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 10：2016/06~2020/12 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
资产合计	30,109,436	33,345,058	36,346,113	39,435,533	42,787,553	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	78,428	74,441	85,032	89,672	95,107
贵金属	238,061	277,705	254,423	276,049	299,513	归属于母公司股东净利润	313,361	317,685	340,127	358,686	380,426
其他资产合计	692,236	980,906	1,344,806	1,183,066	1,369,202						
负债合计	27,417,433	30,435,543	33,184,628	36,021,016	39,101,880	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
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	归属于母公司股东净利润增速	4.9%	1.4%	7.1%	5.5%	6.1%
股东权益	2,692,003	2,909,515	3,161,485	3,414,517	3,685,673	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	ROAE	13.05%	11.95%	11.96%	11.58%	11.32%
资本公积	149,067	148,534	148,534	148,534	148,534	ROAA	1.08%	1.00%	0.98%	0.95%	0.93%
其他综合收益	(1,266)	(10,428)	1,000	2,000	5,000	净利息收益率	2.30%	2.15%	2.17%	2.19%	2.16%
盈余公积	292,291	322,911	355,110	389,066	425,080	不良贷款率	1.43%	1.58%	1.53%	1.52%	1.50%
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	估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资产负债指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	P/E(A)	6.1	6.1	5.6	5.3	5.0
生息资产平均余额	27,047,239	30,055,472	32,488,337	35,128,187	38,446,114	P/B(A)	0.75	0.70	0.64	0.59	0.54
计息负债平均余额	24,541,436	26,637,431	29,133,718	31,864,652	34,713,742	股息率(A)	5.03%	5.10%	5.47%	5.78%	6.13%
归属于母公司普通股股东权益	2,470,054	2,667,683	2,918,278	3,169,918	3,439,583	P/E(H)	5.1	5.1	4.7	4.4	4.2
						P/B(H)	0.63	0.58	0.53	0.49	0.45
						股息率(H)	6.00%	6.08%	6.53%	6.89%	7.31%

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>