

**证券研究报告—动态报告**

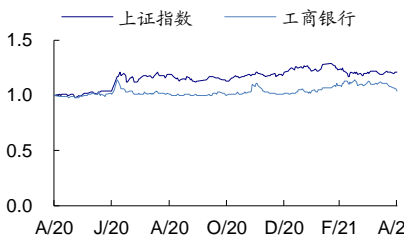
金融

银行

**工商银行(601398)**
**买入**
**2021年一季报点评**

(维持评级)

2021年05月03日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	356,406/356,406
总市值/流通(百万元)	1,828,364/1,383,111
上证综指/深圳成指	3,447/14,439
12个月最高/最低(元)	5.85/4.88

**相关研究报告:**

《工商银行-601398-2020年报点评: 资产质量稳定, 加强不良确认》——2021-03-29  
 《工商银行-601398-2020年半年报点评: 资产大幅扩张, 增加不良确认和处置》——2020-08-31  
 《工商银行-601398-2020年一季报点评: 资产质量保持稳定》——2020-04-30  
 《工商银行-601398-2019年报点评: 客户基础稳步增长, 净息差下降》——2020-03-30  
 《工商银行-601398-深度报告: 大象之舞: 工行的转型之路》——2019-10-28

**证券分析师: 王剑**

电话: 021-60875165  
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

**证券分析师: 陈俊良**

电话: 021-60933163  
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

**证券分析师: 田维韦**

电话: 021-60875161  
 E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**

# 业绩平稳增长

**● 工商银行披露 2021 年一季报**

公司在报告期内实现归母净利润 857 亿元, 同比增长 1.5%。

**● 利润表各项数据表现稳定**

2021 年一季度实现营业净收入 2342 亿元, 同比增长 3.2%, 较去年年报持平; 一季度拨备前利润同比增长 2.8%, 较去年年报小幅回落 1.5 个百分点, 主要是因为成本收入比小幅提升, 一季度成本收入比较去年同期小幅增加 1 个百分点。一季度资产减值损失同比增加 5.7%, 增长平稳。

**● 净息差同比下降拖累收入增长**

公司 2021 年一季度净息差 2.14%, 同口径下同比下降 16bps, 降幅与年报降幅大致接近, 拖累收入和净利润增长。由于去年后面几个季度的净息差是下降的, 我们估计随着基数降低, 公司后续收入增长的表现有望好转。

**● 资产质量总体稳定**

公司 2021 年一季末不良率 1.58%, 较年初持平; 一季度资产减值损失平稳增长, 拨备覆盖率也大致保持稳定, 期末拨备覆盖率 183%, 较年初小幅提高 2 个百分点, 期末拨贷比较年初小幅提高 0.04 个百分点至 2.89%。总体来看, 公司资产质量大致稳定, 拨贷比处于近几年较高水平。

**● 投资建议**

公司表现符合预期, 我们维持公司盈利预测不变, 认为后续随着净息差基数降低, 公司收入增速有望回升。我们预计公司 2021~2023 年净利润为 3406 亿元/3753 亿元/4211 亿元, 同比增长 7.2%/10.2%/12.2%, 对应摊薄 EPS0.91 元/1.01 元/1.13 元; 当前股价对应的动态 PE 为 5.6x/5.1x/4.5x, 动态 PB 为 0.6x/0.6x/0.5x, 维持“买入”评级。

**● 风险提示**

宏观经济形势持续走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

**盈利预测和财务指标**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	855,164	882,665	944,500	1,001,772	1,065,074
(+/-%)	10.5%	3.2%	7.0%	6.1%	6.3%
净利润(百万元)	313,361	317,685	340,567	375,294	421,139
(+/-%)	4.9%	1.4%	7.2%	10.2%	12.2%
摊薄每股收益(元)	0.86	0.84	0.91	1.01	1.13
总资产收益率(ROA)	1.06%	0.98%	0.98%	1.01%	1.06%
净资产收益率(ROE)	13.0%	11.4%	11.3%	11.5%	11.9%
市盈率(PE)	5.9	6.1	5.6	5.1	4.5
P/PPoP	3.2	3.1	2.8	2.6	2.5
市净率(PB)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司重要驱动因素的相关指标变化情况如下:

表 1: 公司重要驱动因素

	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31
生息资产同比增速	8.6%	10.2%	10.5%	10.1%	10.0%	6.9%
不良贷款率	1.43%	1.43%	1.50%	1.55%	1.58%	1.58%
拨备覆盖率	199%	199%	195%	190%	181%	183%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

价值评估 (倍)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	6.1	5.6	5.1	4.5	净利息收入	646,765	705,018	758,303	817,292
P/B	0.7	0.6	0.6	0.5	利息收入	1,092,521	1,199,104	1,284,801	1,379,519
P/PPoP	3.1	2.8	2.6	2.5	利息支出	445,756	494,086	526,498	562,227
市值/总资产(A股)	5.3%	4.9%	4.6%	4.3%	资产准备支出	202,668	228,621	232,881	226,286
股息收益率(税后)	5.2%	5.6%	6.1%	6.9%	拨备后净利息收入	444,097	476,397	525,422	591,006
					手续费净收入	131,215	134,797	138,784	143,097
每股指标 (元)					其他经营净收益				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.84	0.91	1.01	1.13	营业净收入	882,665	944,500	1,001,772	1,065,074
BVPS	7.48	8.13	8.85	9.67	营业费用	288,615	296,253	306,401	319,710
PPoPPS	1.67	1.82	1.95	2.09	营业外净收入	744	744	744	744
DPS	0.27	0.29	0.31	0.35	拨备前利润	594,050	648,248	695,371	745,364
盈利驱动					总利润				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
存款增长	9.4%	8.0%	8.0%	8.0%	所得税	74,441	79,803	87,940	98,683
贷款增长	11.1%	9.5%	8.5%	8.5%	少数股东利润	1,779	1,779	1,779	1,779
存贷比	74%	75%	75%	76%	净利润	317,685	340,567	375,294	421,139
盈利资产增长	10.0%	7.8%	6.3%	8.1%	资产负债表 (百万元)				
贷款收益率	4.29%	4.30%	4.30%	4.30%		2020A	2021E	2022E	2023E
债券收益率	2.95%	3.15%	3.15%	3.15%	现金及存放同业	1,639,067	2,025,222	2,375,631	2,473,475
资产生息率	3.49%	3.60%	3.60%	3.61%	央行准备金	3,537,795	3,820,819	4,126,484	4,456,603
存款成本率	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	拆放金融企业	182,119	225,025	263,959	274,831
负债付息率	3.95%	4.58%	4.58%	4.58%	贷款	18,136,328	19,866,075	21,542,433	23,383,623
净息差(NIM)	2.06%	2.11%	2.13%	2.14%	贷款拨备	-487,980	-527,542	-584,642	-624,253
净利差(SPREAD)	1.92%	1.96%	1.97%	1.98%	债券投资	8,591,139	8,645,713	8,455,788	9,136,834
非利息收入比重	27%	25%	24%	23%	固定资产	284,240	284,052	283,958	283,912
费用收入比(含税金及附加)	32.7%	31.4%	30.6%	30.0%	递延税款净额	62,536	62,536	62,536	62,536
拨备支出/平均贷款	1.18%	1.20%	1.12%	1.01%	其他资产	911,835	1,009,946	1,095,608	1,211,805
有效所得税率	19%	19%	19%	19%	盈利资产	32,086,447	34,582,854	36,764,295	39,725,366
收入盈利增长					总资产				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
净利息收入增长	6.6%	9.0%	7.6%	7.8%	金融企业存款	3,132,667	3,316,832	2,995,836	3,235,503
手续费收入增长	-15.7%	2.7%	3.0%	3.1%	存款	25,134,726	27,145,504	29,317,144	31,662,516
营业净收入增长	3.2%	7.0%	6.1%	6.3%	应付款项	1,370,023	1,476,493	1,566,975	1,692,332
拨备前利润增长	4.3%	9.1%	7.3%	7.2%	发行债券	798,127	861,977	930,935	1,005,410
净利润增长	1.4%	7.2%	10.2%	12.2%	付息负债	29,065,520	31,324,314	33,243,916	35,903,429
资产盈利能力					总负债				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
RoAE	11.4%	11.3%	11.5%	11.9%	实收资本	356,407	356,407	356,407	356,407
RoAA	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	公积金	148,534	148,534	148,534	148,534
RoAA(拨备前)	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	一般准备	339,701	376,895	417,902	463,942
RoRWA	1.7%	1.6%	1.7%	1.8%	未分配利润	1,510,558	1,669,592	1,849,308	2,054,970
资产质量					少数股东权益				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
不良资产率	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	所有者权益	2,909,515	3,138,581	3,395,507	3,687,857
拨备覆盖率	181%	185%	189%	186%	贷款结构				
拨备余额/全部贷款	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%		2020A	2021E	2022E	2023E
资本					企业贷款				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
资本充足率	17%	16%	16%	16%	票据贴现	2%			
一级资本充足率	14%	14%	15%	15%	个人贷款	38%			
财务杠杆(倍)	11.5	11.5	11.3	11.2	存款结构				
风险加权资产比重	60%	60%	60%	60%		2020A	2021E	2022E	2023E
核心一级资本充足率	13.2%	13.4%	13.7%	13.9%	企业活期	30%			
					企业定期	21%			
					储蓄活期	22%			
					储蓄定期	26%			
					其他存款	2%			

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032