

公司研究

盈利延续回升态势，科技赋能行稳致远

——工商银行（601398.SH）2021年半年报点评

买入（维持）

当前价：4.64元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

联系人：董文欣

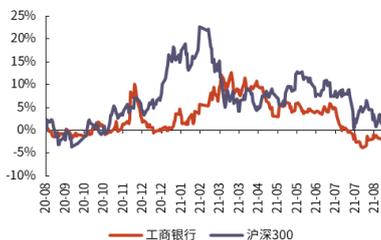
010-57378035

dongwx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3,564.06
总市值(亿元):	16,537.25
一年最低/最高(元):	4.51/5.35
近3月换手率:	7.50%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.04	2.15	-3.55
绝对	-0.64	-7.13	-1.53

资料来源：Wind

要点

事件：

8月27日，工商银行发布2021年半年度报告，上半年实现营业收入4677.93亿，YoY+4.3%，归母净利润1634.73亿，YoY+9.9%。加权平均净资产收益率11.90%（YoY+0.20pct）。

点评：

上半年营收及盈利增速较1Q均有所提升。2021年上半年工商银行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为4.3%、5.7%、9.9%，增速分别较1Q21提升1.1、2.9、8.4pct；在资产质量改善情况下，仍维持了较强的拨备计提力度，上半年计提1245.47亿元（YoY-0.7%）。其中，2Q单季营收同比增长5.5%，增速较去年同期下降1.3pct；2Q单季拨备计提力度较去年同期减少42.79亿元，单季归母净利润同比增长20.9%，增速较去年同期大幅提升46.1pct。拆分业绩同比增长来看，规模扩张的正向贡献进一步提升，息差的负向拖累有所减小；非息收入正贡献小幅改善，拨备由负贡献转为正贡献，对盈利形成支撑。

净利息收入同比增长5.1%至3362.93亿元：资产平稳增长，息差季环比收窄2BP。

1) 资产维持平稳增长，信贷占比提升至58.0%。截至6月末，工商银行总资产/生息资产/贷款分别同比增长6.1%、6.3%、11.2%，总资产/生息资产增速环比1Q21分别下降1.0pct、0.9pct，信贷增速持平。贷款占生息资产比重季环比提升0.2pct至58.0%。贷款结构上，零售贷款占比季环比提升0.1pct至37.9%。

2) 负债端增速稳中略降，存款成本率较2020年持平。截至6月末，工商银行总负债/计息负债/存款分别同比增长5.7%、5.5%、5.9%，增速环比1Q21分别下降1.3pct、1.4pct、1.1pct，存款占计息负债的比季环比提升0.5pct至86.5%；存款结构上，上半年公司存款增加5698亿元，较年初增长4.4%；个人存款增加8266亿元，较年初增长7.1%。截至6月末，个人存款占比较年初提升0.6pct至47.5%，活期存款占比较年初下降0.5pct至50.4%；存款成本率为1.61%，与2020年持平。

3) 负债端成本压控对息差形成一定支撑。工商银行上半年净息差2.12%，季环比收窄2BP，较2020年收窄3BP，相对行业整体表现来看，呈现较好韧性。具体看，生息资产收益率为3.56%，较2020年下降8BP；其中，贷款收益率为4.17%，较2020年下降9BP；资产端收益率下降拖累息差表现。计息负债成本率较2020年下降4BP至1.63%，负债端成本压控对息差形成一定支撑。

非息收入同比增长2.3%至1315亿元。手续费及佣金净收入同比增长0.5%至759.43亿元，贡献额较大的两项主要为清算结算及现金管理类业务（同比增加17.33亿元，增长8.6%）、个人理财及私人银行（同比增加10.80亿元，增长7.1%）；在经营转型及落实减费让利影响下，银行卡、担保及承诺、对公理财等业务收入同比有所减少，是手续费的主要拖累项。**其他非利息净收入**同比增长4.8%至555.57亿元，增减额较大的主要有三项；其中，汇兑损益、其他业务收入分别同比增加55.30亿元、27.85亿元，正贡献增强；公允价值变动损益同比减少54.22亿元，主要是保本理财未实现收益减少所致。

注重金融科技赋能，新三年金融科技发展规划启航。工商银行制定了金融科技发展规划（2021-2023年），公司提出在规划期内，将显著提升科技创新能力和金融创新能力，引领具有时代标志的银行数字基因变革，打造“敏捷、智慧、生态、数字、安全”五位一体的“科技强行”。随着金融科技投入的加大，加快管理体制机制变革，赋能业务数字化转型升级，有助于推动经营效能提升，助力工商银行作为国有大行未来行稳致远。

资产质量改善，风险抵补能力进一步增强。截至6月末，工商银行不良贷款率季环比下降4BP至1.54%，（关注+不良）贷款率较年初下降32BP至3.47%；考虑核销、转出后，测算上半年不良净生成率为0.63%，较2020年下降41BP。同时，风险抵补能力进一步增强。截至6月末，拨备覆盖率为191.97%，季环比提升8.75pct；拨贷比为2.96%，季环比提升0.07pct。

资本充足率季环比稳中略降。工商银行在通过利润留存补充资本的基础上，积极拓展外源性资本补充渠道，2021年1月发行300亿元二级资本债，2021年6月发行700亿元永续债。由于资产端扩张加大资本消耗，资本充足率整体呈现稳中略降。截至6月末，核心一级资本充足率/一级资本充足率/资本充足率分别为12.90%/14.28%/17.01%，核心一级资本充足率/一级资本充足率分别季环比下降0.39pct/0.08pct，资本充足率季环比持平。

盈利预测、估值与评级。工商银行具有规模、牌照及资源储备等禀赋优势，随着新三年金融科技发展规划启航，叠加打造“第一个人金融银行”战略深入实施，有望带动公司经营绩效提升。结合公司2021年上半年利润增速情况，上调公司2021-2023年EPS预测为0.96元(+3.8%)/1.01元(+4.6%)/1.06元(+4.7%)，对应2021-23年PB分别为0.57/0.52/0.48倍，维持“买入”评级。

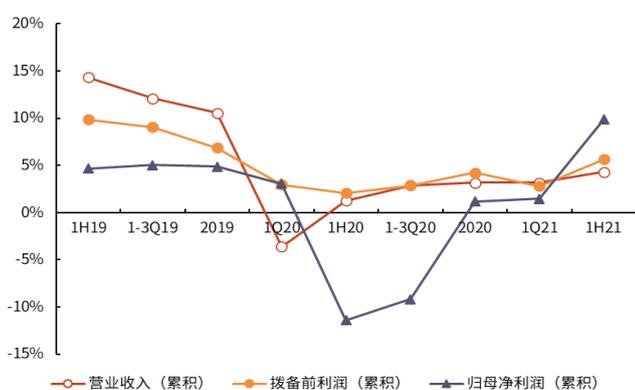
风险提示：如果国内经济增速不及预期，可能影响公司信贷投放的力度和质量。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	855,428	882,665	927,175	973,577	1,020,666
营业收入增长率	10.55%	3.18%	5.04%	5.00%	4.84%
净利润(百万元)	312,224	315,906	343,904	361,675	376,978
净利润增长率	4.89%	1.18%	8.86%	5.17%	4.23%
EPS(元)	0.88	0.89	0.96	1.01	1.06
ROE(归属母公司)	13.25%	12.30%	12.31%	11.87%	11.38%
P/E	5.30	5.23	4.81	4.57	4.39
P/B	0.67	0.62	0.57	0.52	0.48

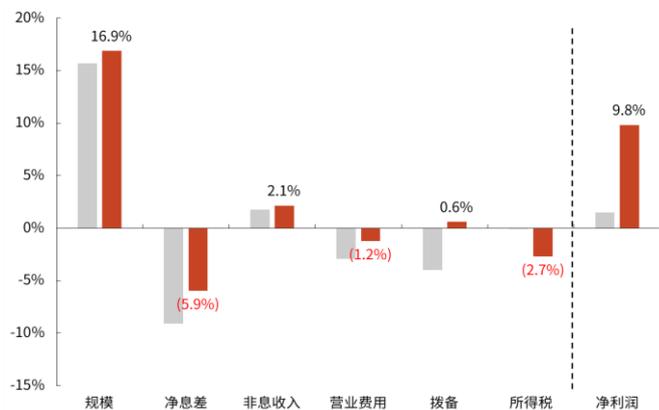
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-8-27

图 1：工商银行营收及盈利累计增速



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 2：工商银行业绩同比增速拆分 (单位: %)



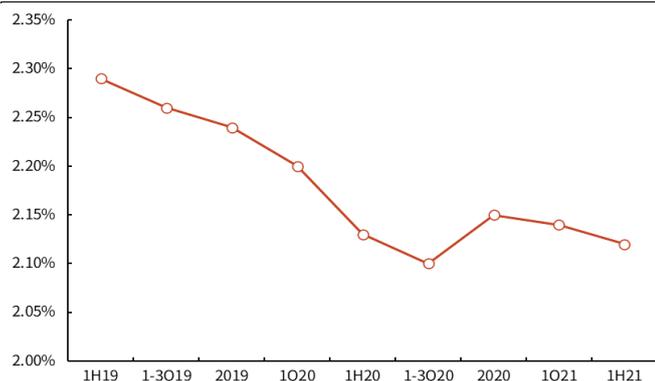
资料来源：公司财报，光大证券研究所

表 2: 工商银行主要资产负债结构

	1Q19	2Q19	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21
资产结构 (占比)										
发放贷款和垫款/生息资产	55.8%	55.5%	56.1%	56.7%	55.7%	55.4%	56.3%	57.3%	57.8%	58.0%
较上季变动	(0.9%)	(0.4%)	0.6%	0.7%	(1.0%)	(0.3%)	0.9%	1.0%	0.5%	0.2%
公司贷款/贷款	61.3%	60.9%	60.3%	59.4%	60.3%	59.9%	60.0%	59.6%	60.7%	60.5%
较上季变动	0.2%	(0.4%)	(0.6%)	(0.9%)	0.9%	(0.3%)	0.0%	(0.3%)	1.1%	(0.2%)
零售贷款/贷款	36.5%	37.1%	37.4%	38.1%	37.4%	37.7%	37.8%	38.2%	37.8%	37.9%
较上季变动	(0.0%)	0.6%	0.3%	0.7%	(0.7%)	0.3%	0.1%	0.4%	(0.4%)	0.1%
票据/贷款	2.1%	2.0%	2.3%	2.5%	2.3%	2.4%	2.3%	2.2%	1.5%	1.6%
较上季变动	(0.2%)	(0.1%)	0.3%	0.2%	(0.2%)	0.1%	(0.1%)	(0.1%)	(0.6%)	0.1%
金融投资/生息资产	25.0%	24.6%	25.1%	25.9%	26.0%	25.8%	26.2%	26.4%	25.9%	25.7%
较上季变动	0.1%	(0.4%)	0.5%	0.8%	0.1%	(0.2%)	0.4%	0.2%	(0.5%)	(0.2%)
金融同业资产/生息资产	19.2%	19.9%	18.9%	17.4%	18.3%	18.8%	17.5%	16.3%	16.3%	16.3%
较上季变动	0.8%	0.7%	(1.0%)	(1.5%)	0.9%	0.5%	(1.3%)	(1.2%)	0.0%	0.0%
负债结构 (占比)										
客户存款/付息负债	88.1%	87.6%	87.9%	87.4%	85.9%	86.2%	87.1%	86.4%	86.0%	86.5%
较上季变动	0.3%	(0.5%)	0.4%	(0.5%)	(1.5%)	0.2%	0.9%	(0.7%)	(0.3%)	0.5%
活期存款/存款	N/A	48.4%	N/A	48.6%	N/A	49.1%	N/A	50.9%	N/A	50.4%
较上季变动	N/A									
定期存款/存款	N/A	50.7%	N/A	50.3%	N/A	50.0%	N/A	48.1%	N/A	48.5%
较上季变动	N/A									
个人存款/存款	N/A	44.9%	N/A	46.1%	N/A	46.4%	N/A	46.9%	N/A	47.5%
较上季变动	N/A									
公司存款/存款	N/A	54.2%	N/A	52.9%	N/A	52.6%	N/A	52.1%	N/A	51.4%
较上季变动	N/A									
应付债券/付息负债	2.7%	3.0%	2.8%	2.9%	2.6%	2.5%	2.8%	2.8%	2.8%	2.6%
较上季变动	0.2%	0.2%	(0.1%)	0.0%	(0.2%)	(0.1%)	0.2%	0.0%	0.0%	(0.2%)
金融同业负债/付息负债	9.2%	9.4%	9.2%	9.7%	11.4%	11.3%	10.2%	10.9%	11.2%	10.9%
较上季变动	(0.5%)	0.3%	(0.2%)	0.5%	1.7%	(0.1%)	(1.1%)	0.7%	0.3%	(0.2%)

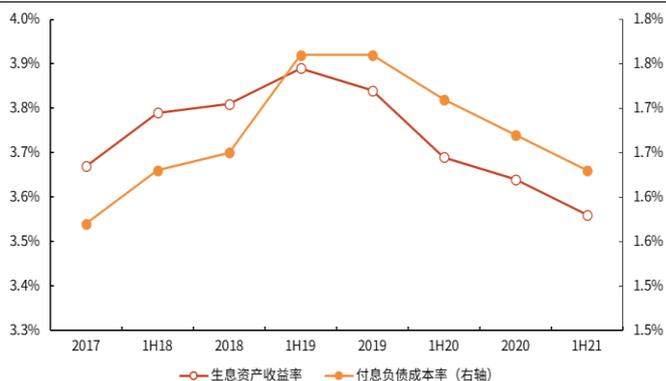
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 3: 工商银行净息差走势 (公布值, 单位: %)



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 4: 生息资产收益率及付息负债成本率 (公布值, 单位: %)



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

表 3: 工商银行资产质量主要指标

	1Q19	2Q19	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21
不良贷款率	1.51%	1.48%	1.44%	1.43%	1.43%	1.50%	1.55%	1.58%	1.58%	1.54%
QoQ	(0.01%)	(0.03%)	(0.04%)	(0.01%)	0.00%	0.07%	0.05%	0.03%	0.00%	(0.04%)
(关注+不良)/贷款总额	N/A	4.19%	N/A	4.15%	N/A	3.91%	N/A	3.79%	N/A	3.47%
QoQ	N/A	N/A	N/A							
逾期60天以上贷款/不良贷款	N/A	N/A	N/A							
QoQ	N/A	N/A	N/A							
逾期90天以上贷款/不良贷款	N/A	76.7%	N/A	77.1%	N/A	61.9%	N/A	57.3%	N/A	65.65%
QoQ	N/A	N/A	N/A							
逾期90天以上贷款/贷款总额	N/A	1.13%	N/A	1.10%	N/A	0.93%	N/A	0.90%	N/A	1.01%
QoQ	N/A	N/A	N/A							
拨备覆盖率	185.9%	192.0%	198.1%	199.3%	199.4%	194.7%	190.2%	180.7%	183.2%	191.97%
QoQ	10.09%	6.17%	6.07%	1.23%	0.05%	(4.68%)	(4.50%)	(9.51%)	2.54%	8.75%
拨贷比	2.80%	2.83%	2.85%	2.86%	2.85%	2.92%	2.94%	2.85%	2.89%	2.96%
QoQ	0.12%	0.03%	0.02%	0.01%	(0.01%)	0.07%	0.02%	(0.09%)	0.04%	0.07%

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

表 4: 工商银行资本充足率

	1Q19	2Q19	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21
资本充足率	15.49%	15.75%	16.65%	16.77%	16.52%	16.00%	16.47%	16.88%	17.01%	17.01%
QoQ	0.10%	0.26%	0.90%	0.12%	(0.25%)	(0.52%)	0.47%	0.41%	0.13%	(0.00%)
一级资本充足率	13.28%	13.19%	14.16%	14.27%	14.19%	13.72%	13.94%	14.28%	14.36%	14.28%
QoQ	(0.17%)	(0.09%)	0.97%	0.11%	(0.08%)	(0.47%)	0.22%	0.34%	0.08%	(0.08%)
核心一级资本充足率	12.84%	12.74%	12.93%	13.20%	13.15%	12.70%	12.84%	13.18%	13.29%	12.90%
QoQ	(0.14%)	(0.10%)	0.19%	0.27%	(0.05%)	(0.45%)	0.14%	0.34%	0.11%	(0.39%)
风险加权资产同比增速	9.80%	7.64%	7.06%	8.29%	7.32%	8.81%	7.41%	8.10%	6.44%	6.62%
QoQ	1.70%	(2.16%)	(0.58%)	1.24%	(0.98%)	1.50%	(1.41%)	0.69%	(1.66%)	0.18%

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	855,428	882,665	927,175	973,577	1,020,666
净利息收入	632,217	646,765	683,416	722,506	757,042
非息收入	223,211	235,900	243,759	251,071	263,625
净手续费及佣金收入	130,573	131,215	133,839	137,854	144,747
净其他非息收入	92,638	104,685	109,919	113,217	118,878
营业支出	464,860	491,283	495,618	519,682	547,535
拨备前利润	570,746	594,794	659,038	701,720	735,624
信用及其他减值损失	178,957	202,668	226,737	247,080	261,748
税前利润	391,789	392,126	432,301	454,640	473,876
所得税	78,428	74,441	86,460	90,928	94,775
净利润	313,361	317,685	345,841	363,712	379,100
归属母公司净利润	312,224	315,906	343,904	361,675	376,978

资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产	30,109,436	33,345,058	35,548,152	38,042,370	40,554,398
发放贷款和垫款	16,761,319	18,624,308	20,672,982	22,740,280	24,900,607
同业资产	5,139,435	5,294,147	5,689,653	6,129,597	6,585,518
金融投资	7,647,117	8,591,139	9,235,474	9,881,958	10,474,875
生息资产合计	29,547,871	32,509,594	35,598,110	38,751,834	41,960,999
总负债	27,417,433	30,435,543	32,387,974	34,650,115	36,919,282
吸收存款	22,740,858	24,866,785	26,607,460	28,336,945	30,037,162
市场类负债	3,273,738	3,930,794	4,621,178	5,253,004	5,966,825
付息负债合计	26,014,596	28,797,579	31,228,638	33,589,949	36,003,987
股东权益	2,692,003	2,909,515	3,161,954	3,423,915	3,695,988
股本	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407
归属母公司权益	2,676,186	2,893,502	3,144,005	3,403,929	3,673,879

盈利能力	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
生息资产收益率	3.75%	3.52%	3.38%	3.35%	3.29%
贷款收益率	4.55%	4.33%	4.17%	4.14%	4.12%
付息负债成本率	1.72%	1.63%	1.56%	1.62%	1.64%
存款成本率	1.51%	1.53%	1.48%	1.51%	1.52%
净息差	2.23%	2.08%	2.01%	1.94%	1.88%
净利差	2.03%	1.89%	1.82%	1.74%	1.65%
RORWA	1.75%	1.64%	1.66%	1.50%	1.44%
ROAA	1.08%	1.00%	1.00%	0.91%	0.87%
ROAE	13.25%	12.30%	12.31%	11.87%	11.38%

业绩规模与增长	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产	8.70%	10.75%	6.61%	7.02%	6.60%
生息资产	8.74%	10.02%	9.50%	8.86%	8.28%
付息负债	7.79%	10.70%	8.44%	7.56%	7.19%
贷款余额	8.70%	11.11%	11.00%	10.00%	9.50%
存款余额	7.34%	9.35%	7.00%	6.50%	6.00%
净利息收入	10.43%	2.30%	5.67%	5.72%	4.78%
净手续费及佣金收入	-10.14%	0.49%	2.00%	3.00%	5.00%
营业收入	10.55%	3.18%	5.04%	5.00%	4.84%
拨备前利润	6.88%	4.21%	10.80%	6.48%	4.83%
归母净利润	4.89%	1.18%	8.86%	5.17%	4.23%

资产质量	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
不良贷款率	1.43%	1.58%	1.55%	1.53%	1.50%
拨备覆盖率	199.22%	180.39%	181.49%	184.30%	184.32%
拨贷比	2.85%	2.85%	2.81%	2.82%	2.76%

每股盈利及估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元)	0.88	0.89	0.96	1.01	1.06
PPOPS (元)	1.60	1.67	1.85	1.97	2.06
BVPS (元)	6.93	7.48	8.19	8.92	9.67
DPS (元)	0.26	0.27	0.29	0.30	0.32
P/E	5.30	5.23	4.81	4.57	4.39
P/PPOP	2.90	2.78	2.51	2.36	2.25
P/B	0.67	0.62	0.57	0.52	0.48

资本	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本充足率	16.77%	16.88%	17.05%	17.05%	17.06%
一级资本充足率	14.27%	14.28%	14.52%	14.58%	14.66%
核心一级资本充足率	13.20%	13.18%	13.49%	13.63%	13.76%

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测，股价日期为 2021-8-27。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE