

证券研究报告—动态报告

金融

银行

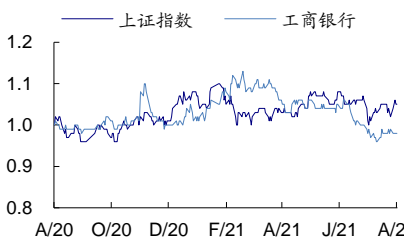
工商银行(601398)
买入

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 29 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)	1,653,725/1,251,001
上证综指/深圳成指	3,522/14,437
12个月最高/最低(元)	5.64/4.51

相关研究报告:

《工商银行-601398-2021 年一季报点评: 业绩平稳增长》——2021-05-05
 《工商银行-601398-2020 年年报点评: 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 年年报点评: 客户基础稳步增长, 净息差下降》——2020-03-30

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

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

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

拨备计提下降带来净利润高增

● 工商银行上半年净利润增速明显提升

2021 年上半年实现营收 4678 亿元, 同比增长 5.1%, 实现归母净利润 1635 亿元, 同比增长 9.9%, 较一季度分别提升 1.1 个和 8.4 个百分点, 主要是资产质量改善拨备计提力度下降。根据净利润增长归因, 上半年规模正贡献 7.6%, 净息差负贡献 2.5%, 资产减值损失正贡献 4.2%。

● 净息差收窄幅度放缓, 优化资产结构

上半年净息差为 2.12%, 同比收窄 8bps, 较一季度收窄 2bps, 收窄幅度放缓。上半年生息资产收益率下行 17bps 至 3.56%, 计息负债成本下行 8bps 至 1.63%, 存款成本小幅下行 2bps 至 1.61%, 存款成本处在低位。上半年总资产扩张 5.4%, 贷款扩张 7.4%, 其中公司类贷款扩张 9.0%, 零售贷款 6.5%。公司类贷款方面加大了中长期贷款投放, 个人贷款方面小幅压缩按揭贷款, 加大经营性贷款投放。

● 不良压力减轻, 降低拨备计提释放利润

期末不良率 1.54%, 较 3 月末下降 4bps, 关注率 1.93%, 逾期率 1.33%, 较年初分别下降 28bps 和 10bps, 测算的不良生成率为 0.62%, 处在低位。但 6 月末逾期 90+ 比率较年初提升 11bps, 期末“不良/逾期 90+”比值较年初下降 22pct 至 152%, 公司上半年不良生成率下降一部分原因是不良认定较 2020 年有所放松, 但仍处于阶段性高位, 2020 年不良确认极其严格有其特殊性。整体来看, 经过前期不良的大幅处置, 不良压力已大幅减轻。因此, 公司上半年计提贷款减值损失同比下降了 8.5%, 但期末拨备覆盖率为 192%, 较 3 月末提升了 9 个百分点。

● 投资建议

业绩超预期, 我们上调 2021~2023 年净利润预测至 3492/3667/3825 亿元, 对应增长 9.9%/5.0%/4.3%, EPS 为 0.93/0.98/1.03 元, 当前股价对应的动态 PE 为 5.0x/4.7x/4.5x, 对应动态 PB 为 0.57x/0.52x/0.49x, 估值处于低位, 维持公司“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	945,405	1,003,217	1,065,784
(+/-%)	10.5%	3.2%	7.1%	6.1%	6.2%
净利润(百万元)	313,361	317,685	349,160	366,681	382,469
(+/-%)	4.9%	1.4%	9.9%	5.0%	4.3%
摊薄每股收益(元)	0.86	0.84	0.93	0.98	1.03
总资产收益率(ROA)	1.06%	0.98%	1.01%	0.99%	0.96%
净资产收益率(ROE)	13.0%	11.4%	11.5%	11.2%	10.9%
市盈率(PE)	5.37	5.49	4.97	4.73	4.52
P/PPoP	2.90	2.78	2.55	2.37	2.22
市净率(PB)	0.67	0.62	0.57	0.52	0.49

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

	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30
生息资产同比增速	10.2%	10.5%	10.1%	10.0%	6.9%	6.1%
不良贷款率	1.43%	1.50%	1.55%	1.58%	1.58%	1.54%
拨备覆盖率	199%	195%	190%	181%	183%	192%

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	5.5	5.0	4.7	4.5	净利息收入	646,765	705,922	759,748	818,002
P/B	0.6	0.6	0.5	0.5	利息收入	1,092,521	1,200,009	1,286,246	1,380,229
P/PPoP	2.8	2.5	2.4	2.2	利息支出	445,756	494,086	526,498	562,227
市值/总资产(A股)	4.7%	4.4%	4.1%	3.8%	资产准备支出	202,668	218,719	244,635	274,569
股息收益率(税后)	5.7%	6.3%	6.6%	6.9%	拨备后净利息收入	444,097	487,204	515,113	543,433
					手续费净收入	131,215	134,797	138,784	143,097
					其他经营净收益	104,685	104,685	104,685	104,685
					营业净收入	882,665	945,405	1,003,217	1,065,784
					营业费用	288,615	296,454	306,723	319,868
					营业外净收入	744	744	744	744
					拨备前利润	594,050	648,950	696,494	745,916
					总利润	392,126	430,976	452,603	472,090
					所得税	74,441	81,816	85,922	89,621
					少数股东利润	1,779	1,779	1,779	1,779
					净利润	317,685	349,160	366,681	382,469
每股指标 (元)					资产负债表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.84	0.93	0.98	1.03	现金及存放同业	1,639,067	2,096,548	2,420,624	2,498,338
BVPS	7.48	8.15	8.84	9.56	央行准备金	3,537,795	3,820,819	4,126,484	4,456,603
PPoPPS	1.67	1.82	1.95	2.09	拆放金融企业	182,119	232,950	268,958	277,593
DPS	0.27	0.29	0.31	0.32	贷款	18,136,328	19,793,025	21,490,515	23,327,334
					贷款拨备	-487,980	-600,592	-636,559	-680,542
					债券投资	8,591,139	8,647,780	8,455,213	9,128,272
					固定资产	284,240	284,052	283,958	283,912
					递延税款净额	62,536	62,536	62,536	62,536
					其他资产	911,835	1,010,270	1,095,510	1,210,345
					盈利资产	32,086,447	34,591,122	36,761,794	39,688,141
					总资产	33,345,058	35,947,980	38,203,798	41,244,934
					金融企业存放	3,132,667	3,316,832	2,995,836	3,235,503
					存款	25,134,726	27,145,504	29,317,144	31,662,516
					应付款项	1,370,023	1,476,493	1,566,975	1,692,332
					发行债券	798,127	861,977	930,935	1,005,410
					付息负债	29,065,520	31,324,314	33,243,916	35,903,429
					总负债	30,435,543	32,800,806	34,810,890	37,595,762
					实收资本	356,407	356,407	356,407	356,407
					公积金	148,534	148,534	148,534	148,534
					一般准备	339,701	377,838	417,899	459,694
					未分配利润	1,510,558	1,676,408	1,846,712	2,024,283
					少数股东权益	16,013	16,013	16,013	16,013
					所有者权益	2,909,515	3,147,174	3,392,908	3,649,172
盈利驱动					贷款结构				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
存款增长	9.4%	8.0%	8.0%	8.0%	企业贷款	60%			
贷款增长	11.1%	9.5%	8.5%	8.5%	票据贴现	2%			
存贷比	74%	75%	75%	76%	个人贷款	38%			
盈利资产增长	10.0%	7.8%	6.3%	8.0%					
贷款收益率	4.29%	4.30%	4.30%	4.30%					
债券收益率	2.95%	3.15%	3.15%	3.15%					
资产生息率	3.49%	3.60%	3.61%	3.61%					
存款成本率	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%					
负债付息率	3.95%	4.58%	4.58%	4.58%					
净息差(NIM)	2.06%	2.12%	2.13%	2.14%					
净利差(SPREAD)	1.92%	1.96%	1.97%	1.98%					
非利息收入比重	27%	25%	24%	23%					
费用收入比(含税金及附加)	32.7%	31.4%	30.6%	30.0%					
拨备支出/平均贷款	1.18%	1.15%	1.19%	1.23%					
有效所得税率	19%	19%	19%	19%					
收入盈利增长					存款结构				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
净利息收入增长	6.6%	9.1%	7.6%	7.7%	企业活期	30%			
手续费收入增长	-15.7%	2.7%	3.0%	3.1%	企业定期	21%			
营业净收入增长	3.2%	7.1%	6.1%	6.2%	储蓄活期	22%			
拨备前利润增长	4.3%	9.2%	7.3%	7.1%	储蓄定期	26%			
净利润增长	1.4%	9.9%	5.0%	4.3%	其他存款	2%			
资产盈利能力									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
RoAE	11.4%	11.5%	11.2%	10.9%					
RoAA	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%					
RoAA(拨备前)	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%					
RoRWA	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%					
资产质量									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
不良资产率	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%					
拨备覆盖率	181%	196%	196%	195%					
拨备余额/全部贷款	2.6%	2.9%	2.9%	2.8%					
资本									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
资本充足率	17%	16%	16%	16%					
一级资本充足率	14%	15%	15%	15%					
财务杠杆(倍)	11.5	11.4	11.3	11.3					
风险加权资产比重	60%	60%	60%	60%					
核心一级资本充足率	13.2%	13.5%	13.8%	13.8%					

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。

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