

工商银行 (601398)

证券研究报告
2021年09月05日

不良率喜迎今年首降，业绩增速大幅回升

拨备反哺利润，中收占比微降

上半年营收同比增长 4.31%，增速较一季度提升 1.13pct；归母净利润同比增长 9.87%，增速较一季度提升 8.41pct。公司业绩加速释放，主要得益于拨备反哺，其次，净息差和成本费用等因素也带来了正面贡献，从而抵消了规模和非息收入增速放缓、所得税增速提升的负面影响。上半年手续费及佣金净收入同比增长 0.51%，增速较一季下降 84bp，占营业收入的比例环比下降 1.34pct 至 16.23%。

净息差环比小幅收窄，资产负债结构优化

上半年净息差为 2.12%，较一季度下降 2bp，较去年全年下降 3bp。其中，生息资产收益率和计息负债成本率分别较去年全年下降 8bp 和 4bp，前者为主要原因。上半年贷款收益率和存款成本率分别较去年全年下降 9bp 和持平。从资产负债结构来看，上半年贷款平均余额占生息资产的比例较去年全年上升 1.22pct，贷款投向对公业务倾斜，主要投向基建类。负债端，主动负债占比提升且成本率随着市场利率下行，存款活期率提升。资产负债结构优化一定程度上缓解了息差下行的压力。

资产质量稳中向好

二季末不良率 1.54%，环比和较上年末均下降 4bp，为疫情以来首次下降。分行业来看，对公贷款不良率和个人贷款不良率分别较上年末下降 5bp 和 8bp 至 2.24% 和 0.48%。其中，风险相对较高的批发和零售业贷款、个人消费贷款和经营性贷款不良率分别较上年末下降 3.36pct、41bp 和 32bp。二季末拨备覆盖率环比上升 8.75pct 至 191.97%，风险抵御能力增强。关注率较上年末下降 28 至 1.93%，隐性不良贷款生成压力减轻。

信贷投放加速，资本保持充裕

二季末总资产同比增长 6.11%，增速较一季末下降 97bp。其中贷款总额同比增长 11.24%，增速较一季末提升 2bp。二季末核心一级资本充足率环比下降 39bp 至 12.90%，仍处于上市银行前列。公司资本弹药充裕，足以支撑未来的规模扩张。

投资建议：打造综合金融标杆行，维持“增持”评级

公司基本面扎实，客户基础优异，持续推进“扬长、补短、固本、强基”四大布局，第一金融银行战略、城乡联动发展战略等重点战略协同推进且卓有成效。二季末个人金融资产规模达 16.6 万亿元，总量再创新高，领先地位稳固。公司研究制定 2021-2023 金融科技发展规划，持续推进数字化转型，深化金融科技赋能，助力打造综合金融标杆行。我们对公司未来的业绩成长性保持乐观，预测 2021-2023 年业绩增速为 6.33%/5.11%/4.93%，给予其 2021 年 0.76 倍 PB 目标估值，对应目标价 6.20 元/股，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复，经济下行超预期，政策出台超预期；资产质量波动

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	8552	8827	9256	9846	10574
增长率(%)	10.52	3.22	4.86	6.37	7.40
归属母公司股东净利润(亿元)	3122	3159	3359	3531	3705
增长率(%)	4.89	1.18	6.33	5.11	4.93
每股收益(元)	0.88	0.89	0.94	0.99	1.04
市盈率(P/E)	5.40	5.34	5.02	4.77	4.55
市净率(P/B)	0.68	0.63	0.58	0.53	0.49

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	银行/银行
6 个月评级	增持(维持评级)
当前价格	4.73 元
目标价格	6.20 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	269,612.21
流通 A 股股本(百万股)	269,612.21
A 股总市值(百万元)	1,685,801.60
流通 A 股市值(百万元)	1,275,265.77
每股净资产(元)	7.67
资产负债率(%)	91.33
一年内最高/最低(元)	5.64/4.51

作者

郭其伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521030001

廖紫苑 联系人
liaoziyuan@tfzq.com

股价走势

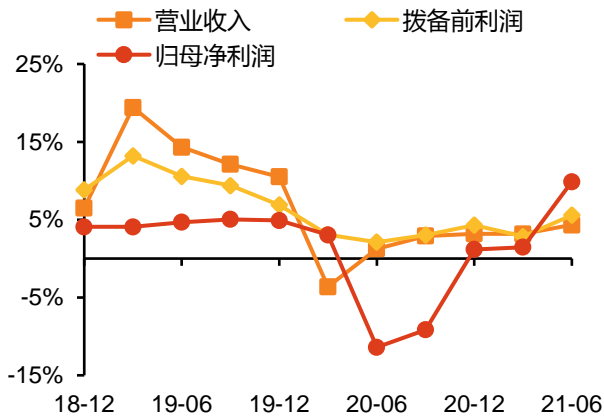


资料来源：贝格数据

相关报告

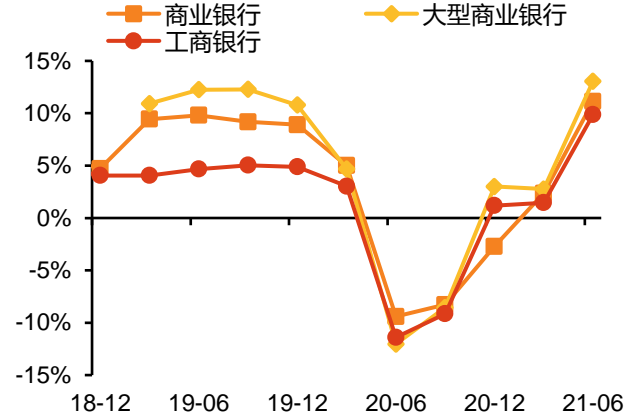
- 1 《工商银行-年报点评报告: 大行领头雁，业绩增速回正》 2021-03-30
- 2 《工商银行-半年报点评: 资产质量潜在指标改善，息差下行》 2020-09-04
- 3 《工商银行-季报点评: 1Q20: 盈利增长平稳，息差小幅承压》 2020-05-05

图 1：工商银行营收、PPOP 及业绩同比增速



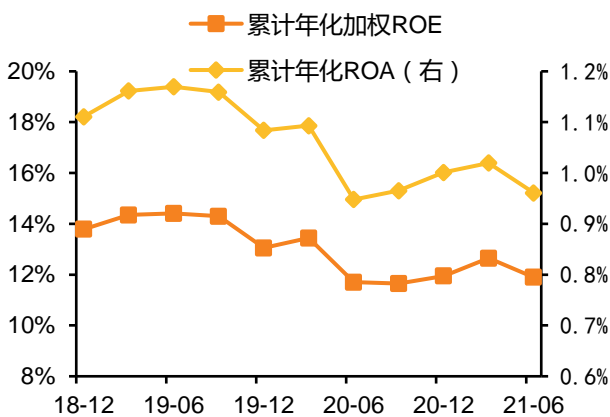
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：工商银行业绩累计同比增速 VS. 行业整体水平



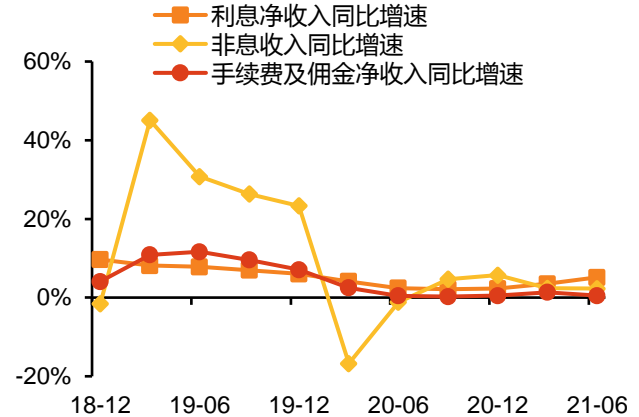
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：工商银行累计年化加权 ROE 和 ROA



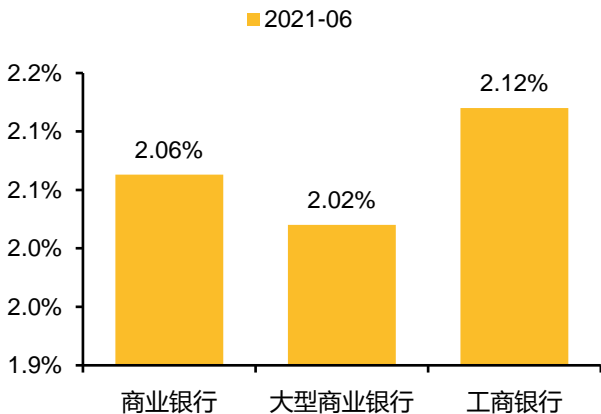
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：工商银行利息净收入&非息收入累计同比增速



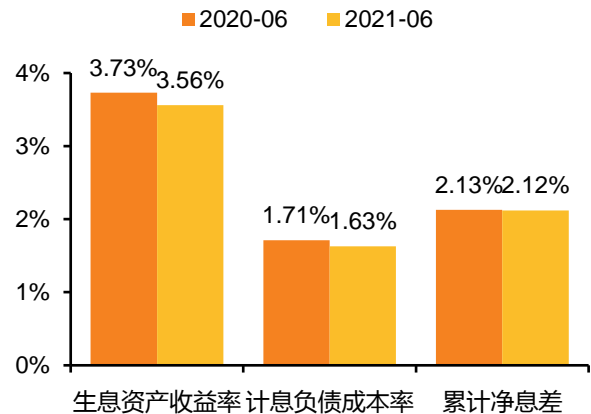
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 5：工商银行累计净息差（披露值） VS. 行业平均



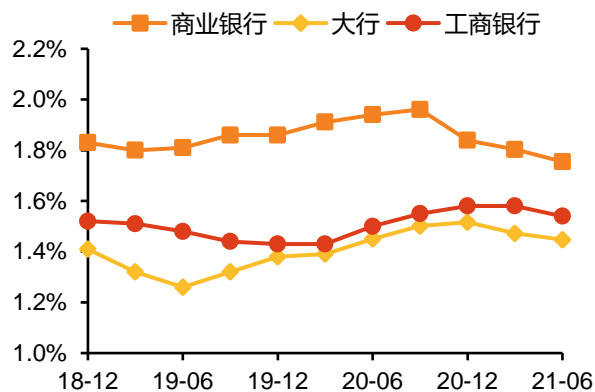
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：工商银行累计生息资产收益率&计息负债成本率



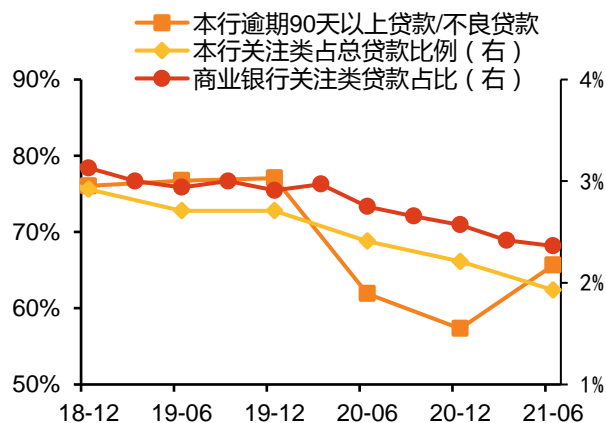
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 7：工商银行不良贷款率 vs. 行业



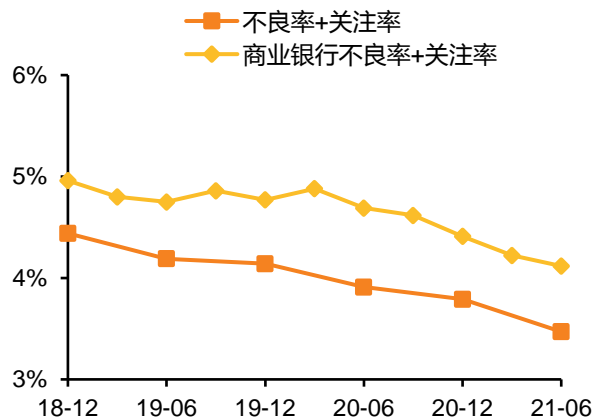
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 8：工商银行关注率、逾期 90 天以上贷款/不良贷款



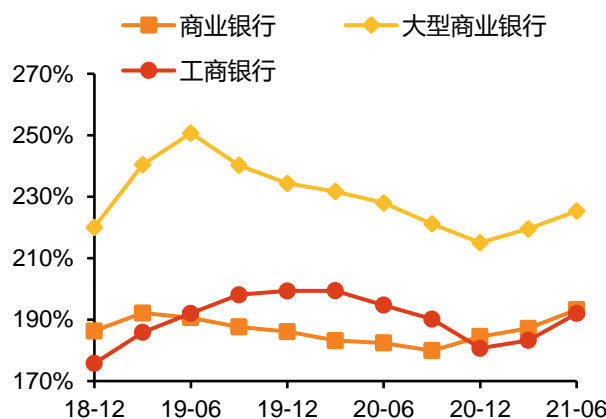
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：工商银行不良率+关注率 vs. 行业



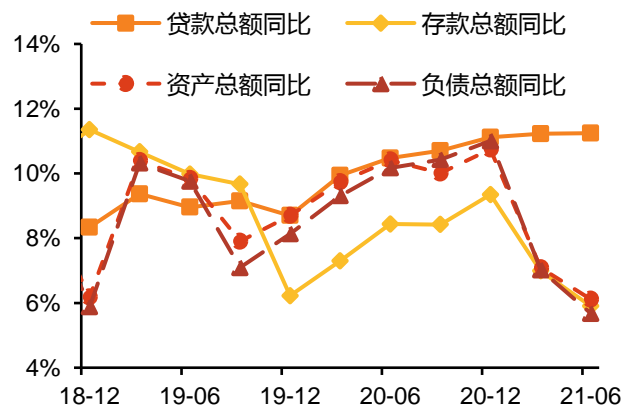
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：工商银行拨备覆盖率 vs. 行业



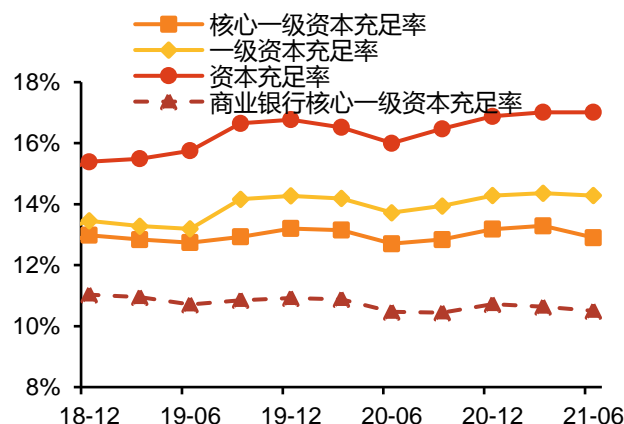
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 11：工商银行存、贷款及资产同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 12：工商银行各级资本充足率



资料来源：WIND，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2019A	2021E	2022E	2023E
利润表						收入增长					
净利息收入	6069	6468	6808	7248	7752	净利润增速	4.9%	1.2%	6.3%	5.1%	4.9%
手续费及佣金	1556	1312	1338	1432	1575	拨备前利润增速	6.9%	4.2%	4.9%	6.4%	7.4%
其他收入	926	1047	1110	1165	1247	税前利润增速	5.2%	0.1%	6.3%	5.1%	4.9%
营业收入	8552	8827	9256	9846	10574	营业收入增速	10.5%	3.2%	4.9%	6.4%	7.4%
营业税及附加	77	85	90	94	99	净利息收入增速	6.0%	6.6%	5.3%	6.5%	7.0%
业务管理费	2780	2801	2937	3125	3359	手续费及佣金增速	7.1%	-15.7%	2.0%	7.0%	10.0%
拨备前利润	5707	5948	6237	6634	7124	营业费用增速	18.5%	1.0%	4.9%	6.4%	7.4%
计提拨备	1790	2027	2068	2251	2525	规模增长					
税前利润	3918	3921	4169	4383	4599	生息资产增速	8.6%	10.0%	7.0%	8.0%	7.0%
所得税	784	744	792	832	873	贷款增速	8.5%	11.1%	7.0%	8.0%	7.0%
净利润	3122	3159	3359	3531	3705	同业资产增速	11.3%	-3.5%	7.0%	8.0%	7.0%
资产负债表						证券投资增速	13.2%	12.3%	7.0%	8.0%	7.0%
贷款总额	167613	186243	199280	215223	230288	其他资产增速	12.1%	35.3%	17.0%	17.3%	17.6%
同业资产	18876	18212	19487	21046	22519	计息负债增速	7.8%	10.7%	7.2%	8.3%	7.3%
证券投资	76471	85911	91925	99279	106229	存款增速	7.3%	9.4%	7.2%	8.3%	7.3%
生息资产	291791	320864	343325	370791	396746	同业负债增速	8.6%	23.8%	7.2%	8.3%	7.3%
非生息资产	9303	12586	14730	17283	20328	股东权益增速	14.8%	8.1%	8.2%	8.0%	7.7%
总资产	301094	333451	358055	388074	417075	存款结构					
客户存款	229777	251347	269365	291851	313221	活期	49.3%	49.83%	49.83%	49.83%	49.83%
其他计息负债	32737	39308	42126	45642	48984	定期	46.4%	46.23%	46.23%	46.23%	46.23%
非计息负债	11660	13700	15070	16577	18235	其他	4.2%	3.94%	3.94%	3.94%	3.94%
总负债	274174	304355	326561	354071	380440	贷款结构					
股东权益	26920	29095	31494	34003	36635	企业贷款(不含贴现)	59.4%	59.61%	59.61%	59.61%	59.61%
每股指标						个人贷款	38.1%	38.20%	38.20%	38.20%	38.20%
每股净利润(元)	0.88	0.89	0.94	0.99	1.04	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.60	1.67	1.75	1.86	2.00	不良贷款率	1.43%	1.58%	1.53%	1.52%	1.51%
每股净资产(元)	6.93	7.48	8.16	8.86	9.60	正常	95.86%	96.21%	97.84%	97.89%	97.94%
每股总资产(元)	84.48	93.56	100.46	108.89	117.02	关注	2.71%	2.21%	2.16%	2.11%	2.06%
P/E	5.40	5.34	5.02	4.77	4.55	次级	0.58%	0.61%			
P/PPOP	2.95	2.83	2.70	2.54	2.37	可疑	0.68%	0.81%			
P/B	0.68	0.63	0.58	0.53	0.49	损失	0.17%	0.16%			
P/A	0.06	0.05	0.05	0.04	0.04	拨备覆盖率	199.32%	180.68%	179.13%	181.90%	188.10%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.24%	2.15%	1.95%	2.13%	2.11%	资本充足率	16.77%	16.88%	17.10%	17.05%	17.09%
净利差(Spread)	2.08%	1.97%	2.20%	2.17%	2.14%	核心资本充足率	13.20%	13.18%	13.45%	13.48%	13.59%
贷款利率	4.50%	4.26%	4.27%	4.28%	4.28%	资产负债率	91.06%	91.27%	91.20%	91.24%	91.22%
存款利率	1.59%	1.61%	1.62%	2.62%	2.62%	其他数据					
生息资产收益率	3.84%	3.64%	5.00%	4.95%	4.90%	总股本(亿)	3564.06	3564.06	3564.06	3564.06	3564.06
计息负债成本率	1.76%	1.67%	2.80%	2.78%	2.76%						
盈利能力											
ROAA	0.27%	0.23%	0.22%	0.22%	0.21%						
ROAE	13.25%	12.30%	12.05%	11.64%	11.26%						
拨备前利润率	1.97%	1.87%	1.80%	1.78%	1.77%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com