

2021年10月31日

利息净收入加速增长

买入(维持)

证券分析师 马祥云

执业证号: S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

事件: 工商银行 2021 年前三季度营业收入 7120.93 亿元, 同比增长 7.0%; 归属于母公司股东净利润 2518.21 亿元, 同比增长 10.1%。期末总资产 35.40 万亿元, 较期初增长 6.2%; 归属于母公司普通股股东净资产为 2.82 万亿元, 较期初增长 5.6%, 对应 BVPS 为 7.90 元/股。

投资要点

■ 综合业绩: 利息净收入增速走高, 净利润保持高增长。

2021 年前三季度收入同比增速 7.0%, 较上半年明显加速。结构方面, 利息净收入表现相对亮眼, 其中: ①利息净收入前三季度同比增速 5.9%, 较上半年的 5.1%提速, 虽然前三季度净息差依然小幅走低, 但由于降幅趋缓, 因此在生息资产规模扩张的驱动下, 利息净收入加速增长。②手续费净收入同比仅增长 0.3%, 2021 年一季度以来持续降速, 我们预计源于银行卡交易手续费疲弱。③投资收益(含公允价值)前三季度同比增长 5.2%, 较上半年由负转正, 我们认为得益于三季度国债收益率快速下行。此外, 保险等其他业务收入大幅增长也拉动总收入增速, 但由于对应的其他业务成本也比较高, 所以对实际业绩影响有限。

2021 年前三季度归母净利润同比增速 10.1%, 较上半年 9.9%小幅加速, 主要受益于信用减值收敛, 对应前三季度信用减值计提略低于去年同期。在整体资产质量向好的背景下, 无需计提过高金额的信用减值。

■ 资产负债: 贷款规模扩张, 存款端活期占比降低。

2021 年三季度末总资产较期初增长 6.2%, 其中贷款总额较期初增长 9.7%。但三季度经济下行, 信贷需求疲弱, 对公贷款环比仅小幅增长 1.5%, 个人贷款环比增长 2.4%, 票据贴现则环比大幅增长 20.0%。不过, 随着后续房地产贷款政策边际放松, 我们预计至少个人按揭贷款的投放将加速。

2021 年三季度末总负债较期初增长 5.9%, 其中存款总额较期初增长 6.6%, 环比微增 0.82%。存款结构中, 活期存款较期初降低 2.0%, 定期存款则增长 3.9%, 导致 2021 年三季度末活期存款的占比由年初的 50.9%下降至 49.0%, 不过仍高于去年同期, 存款端结构和成本保持稳定。

2021 年前三季度净息差 2.11%, 较上半年小幅下行 1BP, 我们测算对应生息资产收益率 3.54%, 较上半年下行 2BP, 我们预计四季度净息差将企稳。

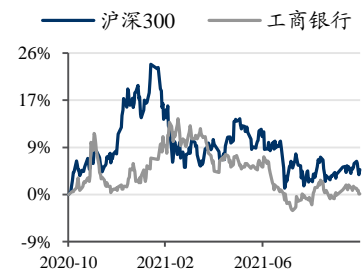
■ 资产质量: 不良率环比走低, 资产质量仍处于改善趋势。

2021 年三季度末不良率 1.52%, 较半年度环比下行 2BP, 全年持续向好。充分计提信用减值后, 拨备覆盖率回升至 196.8%。近期市场担心房地产风险上行冲击银行资产质量, 不过工商银行在中报时已经对房地产对公贷款的问题资产有所暴露, 2021 年 6 月末房地产对公不良率明显上升至 4.29%。且其房地产对公贷款占比仅 3.7%, 低于可比同业, 因此风险可控。

■ 盈利预测与投资评级: 工商银行 2021 年前三季度收入同比增速上行至 7.0%, 利息净收入加速增长优于预期。随着四季度信贷增速回升, 稳增长预期渐强, 国有大行当前超低估值对于绝对收益投资者而言具备吸引力。我们预计 2021~2023 年归母净利润同比增速分别为+5.5%、+4.6%、+6.0% (此前预测值为+7.1%、+5.5%、+6.1%), 基于 10 月 29 日收盘价, A 股、H 股估值对应 0.57x、0.43x2021PB, 维持“买入”评级。

■ 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.67
一年最低/最高价	4.51/5.35
市净率(倍)	0.57
流通 A 股市值(百万元)	1259089.03

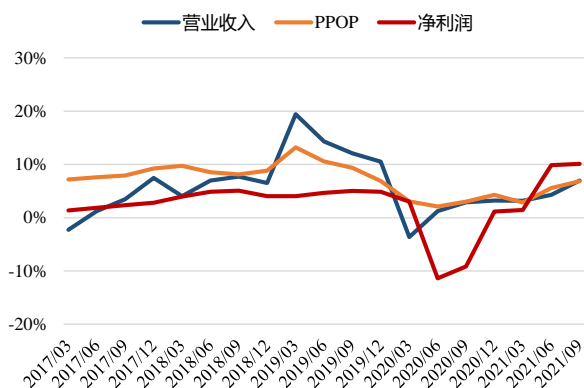
基础数据

每股净资产(元)	7.90
资产负债率(%)	91.06
总股本(百万股)	356406.26
流通 A 股(百万股)	269612.21

相关研究

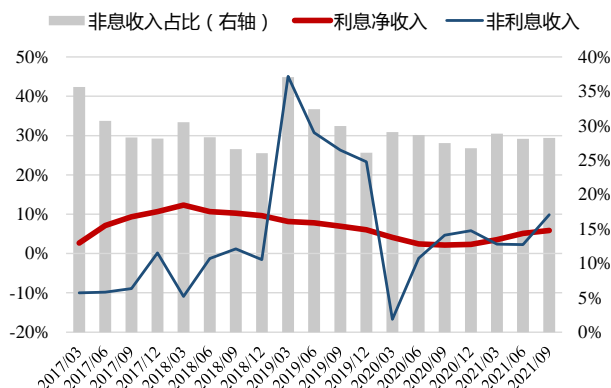
- 1、《工商银行(601398): 2021 年一季报点评: 夯实拨备, 稳健增长》2021-04-30
- 2、《工商银行(601398): 2020 年年报点评: 利润正增, 分红稳定, 逾期“双降”》2021-03-28
- 3、《工商银行(601398): 2020 年三季报点评: 不良压力显现, 盈利降幅如期收窄》2020-10-31

图 1: 2017/03~2021/09 工商银行累计业绩同比增速



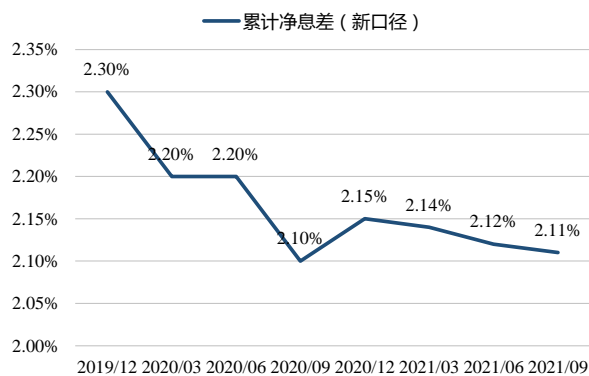
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 2: 2017/03~2021/09 工商银行累计收入同比增速结构



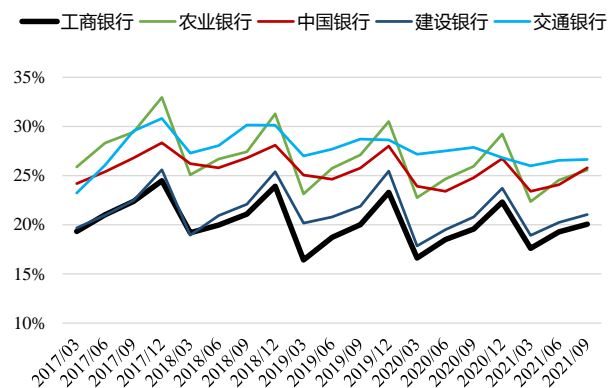
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 3: 2017/03~2021/09 工商银行累计净息差走势



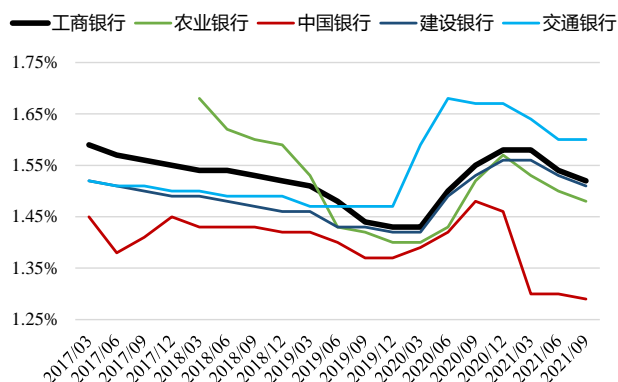
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 4: 2017/03~2021/09 工商银行及可比银行成本收入比



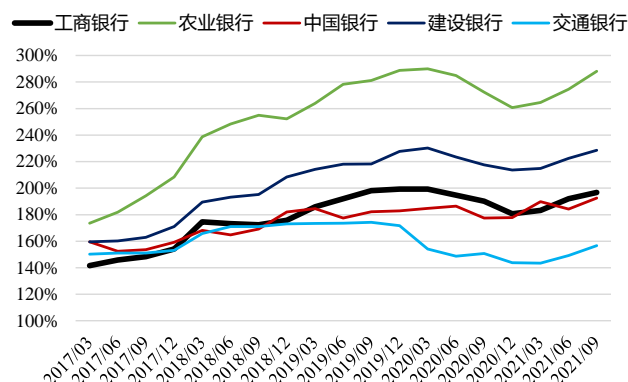
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 5: 2017/03~2021/09 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 6: 2017/03~2021/09 国有大型银行拨备覆盖率



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

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	35,734,348	38,901,752	42,349,908	营业收入	855,164	882,665	937,764	1,007,971	1,127,485
现金及存放中央银行款项	3,317,916	3,537,795	3,609,828	3,900,608	4,216,282	利息净收入	632,217	646,765	691,373	761,196	857,374
发放贷款和垫款	16,326,552	18,136,328	20,469,361	22,799,904	25,135,808	手续费及佣金净收入	130,573	131,215	134,123	136,292	146,438
金融投资	7,647,117	8,591,139	9,040,790	9,725,438	10,375,727	投资收益等其他业务收入	92,374	104,685	112,269	110,484	123,672
FVTPL 金融投资	962,078	784,483	723,263	778,035	830,058	营业支出	464,596	491,283	519,506	570,640	663,657
FVTOCI 金融投资	1,476,872	1,540,988	6,635,940	7,138,472	7,615,784	PPOP	569,525	594,050	637,569	692,205	774,165
以摊余成本计量的金融投资	5,208,167	6,265,668	1,681,587	1,808,931	1,929,885	信用资产减值损失	178,957	202,668	219,310	254,874	310,337
存放同业及其他金融机构款项	475,325	522,913	428,812	466,821	508,199	营业利润	390,568	391,382	418,259	437,332	463,828
拆出资金	567,043	558,984	536,015	505,723	550,549	归属于母公司股东净利润	312,224	315,906	333,227	348,386	369,445
衍生金融资产	68,311	134,155	107,203	116,705	127,050						
买入返售金融资产	845,186	739,288	506,042	258,403	292,845	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
贵金属	238,061	277,705	285,875	311,214	296,449	资产合计增速	8.70%	10.75%	7.17%	8.86%	8.86%
长期股权投资	32,490	41,206	35,734	38,902	42,350	发放贷款和垫款增速	8.70%	11.11%	12.84%	11.36%	10.33%
其他资产合计	591,435	805,545	714,687	778,035	804,648	负债合计增速	8.14%	11.01%	6.77%	9.02%	9.01%
负债合计	27,417,433	30,435,543	32,494,707	35,424,420	38,617,195	吸收存款增速	-1.70%	-1.85%	2.19%	0.48%	0.49%
向中央银行借款	1,017	54,974	35,734	46,682	50,820	营业收入增速	10.52%	3.22%	6.24%	7.49%	11.86%
同业和其他金融机构存放款项	1,776,320	2,315,643	2,501,404	2,723,123	2,752,744	利息净收入增速	6.01%	2.30%	6.90%	10.10%	12.64%
拆入资金	490,253	468,616	536,015	583,526	635,249	非利息净收入增速	23.34%	5.68%	4.45%	0.16%	9.46%
交易性金融负债	102,242	87,938	89,336	97,254	105,875	成本收入比	23.28%	22.30%	22.50%	22.50%	22.50%
衍生金融负债	85,180	140,973	87,157	94,882	103,292	归属于母公司股东净利润增速	4.89%	1.18%	5.48%	4.55%	6.04%
卖出回购金融资产	263,273	293,434	303,742	350,116	381,149	EPS	0.86	0.86	0.91	0.94	1.00
吸收存款	22,977,655	25,134,726	27,401,035	29,652,447	32,091,418	BVPS	6.93	7.48	8.13	8.79	9.50
已发行债务证券	742,875	798,127	793,303	863,619	940,168	ROAE	13.05%	12.09%	11.76%	11.37%	11.16%
其他负债	978,618	1,141,112	746,981	1,012,771	1,556,480	ROAA	1.08%	1.00%	0.97%	0.94%	0.92%
股东权益合计	2,692,003	2,909,515	3,239,640	3,477,332	3,732,713	净息差	2.30%	2.15%	2.12%	2.14%	2.21%
股本	356,406	356,406	356,406	356,406	356,406	不良贷款率	1.43%	1.58%	1.52%	1.51%	1.50%
其他权益工具	206,132	225,819	324,319	324,319	324,319	拨备覆盖率	199.32%	180.68%	186.50%	186.16%	193.29%
资本公积	149,067	148,534	148,534	148,534	148,534						
其他综合收益	-1,266	-10,428	-10,318	-10,318	-10,318	估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈余公积	292,291	322,911	355,276	388,780	424,389	P/E (A 股)	5.4	5.4	5.1	5.0	4.7
一般风险准备	305,019	339,701	372,066	405,570	441,179	P/E (H 股)	4.0	4.1	3.8	3.7	3.5
未分配利润	1,368,536	1,510,558	1,674,675	1,843,989	2,026,678	P/B (A 股)	0.67	0.62	0.57	0.53	0.49
归属于本行普通股股东的权益	2,470,054	2,667,683	2,896,640	3,132,961	3,386,869	P/B (H 股)	0.50	0.47	0.43	0.40	0.37
						股息率 (A 股)	5.63%	5.70%	5.93%	6.14%	6.53%
						股息率 (H 股)	7.49%	7.58%	7.90%	8.17%	8.69%

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所测算及预测 (估值对应 2021 年 10 月 29 日收盘价; 汇率适用 1 港币 = 0.8234 元人民币)

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>