

工商银行(601398)

报告日期: 2021年11月4日

# 盈利上行, 息差回升

## ——工商银行 2021 年三季度报点评

✍ 分析师: 梁凤洁 S1230520100001  
✍ 分析师: 邱冠华 S1230520010003  
✉ TEL: 02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

### 报告导读

盈利增速上行, 息差环比回升, 资产质量向好。

### 投资要点

#### □ 数据概览

21Q1-3 工商银行归母净利润同比+10.1%, 增速环比+0.3pc; 营收同比+7.0%, 增速环比+2.7pc; ROE 11.8%, 同比+0.2pc, ROA 0.98%, 同比+2bp; 不良率 1.52%, 环比-2bp, 拨备覆盖率 197%, 环比+5pc。

#### □ 核心观点

**1、盈利增速上行。**21Q1-3 工商银行净利润同比+10.1%, 增速环比+0.3pc, 营收同比+7.0%, 增速环比+2.7pc, 归因其他非息贡献加强和息差拖累消退。①21Q1-3 其他非息同比+23%, 增速环比+18pc。②21Q3 单季息差(期初期末)环比+3bp 至 2.02%, 支撑盈利。展望未来, 低基数效应消退下, 预计工行利润同比增速小幅下行; 预计两年复合盈利增速仍继续向上。

**2、息差环比回升。**21Q3 单季息差环比提升 3bp, 归因资产收益率上行幅度大于负债成本率。①资产端, 21Q3 单季资产收益率环比+6bp, 归因资产结构向好。21Q3 贷款环比+2.1%, 增速较总资产快 1.4pc。②负债端, 21Q3 单季负债成本率环比+4bp, 归因活期存款占比下降带动存款成本上行。21Q3 活期存款环比-2%, 增速较存款慢 3pc。展望未来, 资产结构改善, 有望继续支撑息差。

**3、资产质量向好。**21Q3 不良率环比-2bp 至 1.52%。拨备水平提升, 拨备覆盖率环比+5pc 至 197%。展望未来, 资产质量有望保持平稳。

#### □ 盈利预测及估值

盈利增速上行, 息差环比回升, 资产质量向好。预计 2021-2023 年归母净利润同比增长 10.07%/6.43%/6.15%, 对应 BPS 8.17/8.89/9.65 元/股。现价对应 PB 估值 0.57/0.52/0.48 倍。维持目标价 5.98 元, 对应 2021 年 PB 0.73x, 现价对应 2021 年 PB 0.57x, 现价空间 29%。

□ **风险提示: 宏观经济失速, 不良大幅爆发。**

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	882,665	947,486	1,015,601	1,087,992
(+/-)	3.18%	7.34%	7.19%	7.13%
归母净利润	315,906	347,716	370,075	392,839
(+/-)	1.18%	10.07%	6.43%	6.15%
每股净资产(元)	7.48	8.17	8.89	9.65
P/B	0.62	0.57	0.52	0.48

### 评级

买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥4.64

### 单季度业绩

元/股

3Q/2021	0.25
2Q/2021	0.22
1Q/2021	0.24
4Q/2020	0.25



### 公司简介

### 相关报告

1 《盈利修复, 息差微升——工商银行 2020 年三季度报点评》2020.12.30

报告撰写人: 梁凤洁/邱冠华

联系人: 陈建宇

**表 1：工商银行 2021 年三季度业绩概览**

维度	单位：百万元	20Q1-3	21H1	21Q1-3	环比变化	同比变化	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	QoQ
利润指标	ROE (年化)	11.7%	11.9%	11.8%	-0.1pc	0.2pc	11.0%	11.7%	10.4%	11.4%	1.1pc
	ROA (年化)	0.97%	0.96%	0.98%	2bp	2bp	1.04%	1.01%	0.89%	1.00%	11bp
	拨备前利润	463,856	332,617	495,835		6.9%	130,938	171,282	161,335	163,218	1.2%
	同比增长	2.9%	5.7%	6.9%	1.2pc	4.0pc	9.0%	2.8%	8.9%	9.5%	0.6pc
	归母净利润	228,675	163,473	251,821		10.1%	87,231	85,730	77,743	88,348	13.6%
	同比增长	-9.2%	9.9%	10.1%	0.3pc	19.3pc	44.2%	1.5%	20.9%	10.6%	-10.3pc
	EPS (未年化)	0.64	0.46	0.69		7.5%	0.24	0.24	0.22	0.25	13.6%
BVPS (未年化)	7.24	7.67	7.90	3.0%	9.2%	7.48	7.72	7.67	7.90	3.0%	
收入拆分	营业收入	665,693	467,793	712,093		7.0%	216,972	234,191	233,602	244,300	4.6%
	同比增长	2.9%	4.3%	7.0%	2.7pc	4.1pc	4.1%	3.2%	5.5%	12.5%	7.0pc
	利息净收入	482,791	336,293	511,148		5.9%	163,974	166,601	169,692	174,855	3.0%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	31,744,627	33,650,552	33,990,641	1.0%	7.1%	32,691,034	33,162,187	34,138,918	34,670,820	1.6%
	净息差 (日均余额口径)	2.10%	2.13%	2.11%	-2bp	1bp	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
	净息差 (期初期末口径)	2.03%	2.00%	2.01%	1bp	-2bp	2.01%	2.01%	1.99%	2.02%	3bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	3.43%	3.35%	3.37%	2bp	-6bp	3.37%	3.36%	3.34%	3.40%	6bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	1.59%	1.53%	1.54%	1bp	-4bp	1.54%	1.53%	1.53%	1.57%	4bp
	非利息净收入	182,902	131,500	200,945		9.9%	52,998	67,590	63,910	69,445	8.7%
	手续费净收入	104,997	75,943	105,287		0.3%	26,218	41,164	34,779	29,344	-15.6%
	其他非息收入	77,905	55,557	95,658		22.8%	26,780	26,426	29,131	40,101	37.7%
	业务及管理费	130,114	90,157	142,857		9.8%	66,734	41,188	48,969	52,700	7.6%
	成本收入比	19.55%	19.27%	20.06%	0.8pc	0.5pc	30.76%	17.59%	20.96%	21.57%	0.6pc
	资产减值损失	179,730	124,547	179,318		-0.2%	22,938	62,862	61,685	54,771	-11.2%
	贷款减值损失	160,030	102,267	147,240		-0.8%	11,800	53,297	48,970	44,973	-8.2%
	信用成本	1.21%	1.06%	1.01%	-5bp	-21bp	0.25%	1.12%	0.99%	0.89%	-10bp
	所得税费用	53,953	43,561	63,187		17.1%	20,488	22,123	21,438	19,626	-8.5%
有效税率	18.99%	20.94%	19.96%	-1.0pc	1.0pc	18.97%	20.40%	21.51%	18.10%	-3.4pc	
规模增长	总资产	33,471,851	35,136,284	35,398,066	0.7%	5.8%	33,345,058	34,367,549	35,136,284	35,398,066	0.7%
	生息资产余额	32,807,640	34,527,888	34,813,751	0.8%	6.1%	32,574,427	33,749,947	34,527,888	34,813,751	0.8%
	贷款总额	18,443,307	19,996,767	20,425,479	2.1%	10.7%	18,624,308	19,482,410	19,996,767	20,425,479	2.1%
	对公贷款	11,477,600	12,420,964	12,664,862	2.0%	10.3%	11,509,029	12,120,182	12,420,964	12,664,862	2.0%
	个人贷款	6,965,707	7,575,803	7,760,617	2.4%	11.4%	7,115,279	7,362,228	7,575,803	7,760,617	2.4%
	同业资产	2,574,086	2,033,195	1,751,047	-13.9%	-32.0%	1,821,185	1,931,390	2,033,195	1,751,047	-13.9%
	金融投资	8,580,136	8,845,650	9,010,416	1.9%	5.0%	8,591,139	8,716,755	8,845,650	9,010,416	1.9%
	存放央行	3,210,111	3,652,277	3,626,809	-0.7%	13.0%	3,537,795	3,619,392	3,652,277	3,626,809	-0.7%
	总负债	30,649,771	32,089,477	32,234,781	0.5%	5.2%	30,435,543	31,373,317	32,089,477	32,234,781	0.5%
	付息负债余额	29,104,935	30,393,985	30,665,277	0.9%	5.4%	28,797,579	29,826,823	30,393,985	30,665,277	0.9%
	吸收存款	25,335,921	26,292,639	26,508,678	0.8%	4.6%	24,866,785	25,659,730	26,292,639	26,508,678	0.8%
	企业活期	n.a	7,901,533	n.a	n.a	n.a	7,455,160	n.a	7,901,533	n.a	n.a
	个人活期	n.a	5,355,230	n.a	n.a	n.a	5,196,607	n.a	5,355,230	n.a	n.a
	企业定期	n.a	5,613,136	n.a	n.a	n.a	5,489,700	n.a	5,613,136	n.a	n.a
	个人定期	n.a	7,131,930	n.a	n.a	n.a	6,463,929	n.a	7,131,930	n.a	n.a
	同业负债	2,907,892	3,277,007	3,350,454	2.2%	15.2%	3,077,693	3,273,565	3,277,007	3,350,454	2.2%
	发行债券	804,442	781,671	781,421	0.0%	-2.9%	798,127	837,569	781,671	781,421	0.0%
向央行借款	56,680	42,668	24,724	-42.1%	-56.4%	54,974	55,959	42,668	24,724	-42.1%	
所有者权益	2,806,279	3,029,890	3,146,096	3.8%	12.1%	2,893,502	2,977,677	3,029,890	3,146,096	3.8%	
总股本	356,407	356,407	356,407	0.0%	0.0%	356,407	356,407	356,407	356,407	0.0%	
资产质量	不良贷款	285,461	307,831	311,316	1.1%	9.1%	293,978	307,043	307,831	311,316	1.1%
	不良率	1.55%	1.54%	1.52%	-2bp	-2bp	1.58%	1.58%	1.54%	1.52%	-2bp
	关注贷款	n.a	385,357	n.a	n.a	n.a	411,900	n.a	385,357	n.a	n.a
	关注率	n.a	1.93%	n.a	n.a	n.a	2.21%	n.a	1.93%	n.a	n.a
	逾期贷款	n.a	266,779	n.a	n.a	n.a	267,507	n.a	266,779	n.a	n.a
	逾期率	n.a	1.33%	n.a	n.a	n.a	1.44%	n.a	1.33%	n.a	n.a
	不良生成额	142,464	58,754	86,702	47.6%	-39.1%	31,651	35,183	23,571	27,948	18.6%
	不良生成率	1.13%	0.63%	0.62%	-1bp	-51bp	0.69%	0.76%	0.48%	0.56%	8bp
	核销转出额	97,190	44,901	69,364	54.5%	-28.6%	23,134	22,118	22,783	24,463	7.4%
	核销转出率	53.95%	30.55%	31.46%	0.9pc	-22.5pc	32.42%	30.09%	29.68%	31.79%	2.1pc
	逾期90+偏离度	n.a	65.7%	n.a	n.a	n.a	57.3%	n.a	65.7%	n.a	n.a
拨备覆盖率	190.2%	192%	197%	4.8pc	6.6pc	180.7%	183.2%	192.0%	196.8%	4.8pc	
拨贷比	2.94%	2.96%	3.00%	4bp	6bp	2.85%	2.89%	2.96%	3.00%	4bp	
资本情况	核心一级资本充足率	12.84%	12.90%	13.14%	24bp	30bp	13.18%	13.29%	12.90%	13.14%	24bp
	一级资本充足率	13.94%	14.28%	14.68%	40bp	74bp	14.28%	14.36%	14.28%	14.68%	40bp
	资本充足率	16.47%	17.01%	17.45%	44bp	98bp	16.88%	17.01%	17.01%	17.45%	44bp

资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。注：以 20A 举例，环比变化指 20A 环比 20Q1-3 指标变化，QoQ 指 20Q4 环比 20Q3 指标变化。因 21Q1 口径变换，息差、生息资产收益率、中收不可比。

## 表附录：报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
存放央行	3,537,795	3,812,078	4,155,165	4,529,130	净利息收入	646,765	686,197	734,809	793,160
同业资产	1,821,185	1,912,244	2,007,856	2,108,249	净手续费收入	131,215	132,527	139,154	146,111
贷款总额	18,624,308	20,300,496	22,127,540	24,119,019	其他非息收入	104,685	128,763	141,639	148,721
贷款减值准备	-530,300	-621,817	-707,012	-803,157	<b>营业收入</b>	882,665	947,486	1,015,601	1,087,992
贷款净额	18,136,328	19,678,678	21,420,528	23,315,862	税金及附加	-8,524	-8,421	-8,982	-9,680
证券投资	8,591,139	9,361,148	10,107,791	10,913,435	业务及管理费	-196,848	-211,304	-226,495	-242,639
其他资产	1,258,611	1,256,391	1,362,182	1,476,939	营业外净收入	744	1,100	1,100	1,100
<b>资产合计</b>	33,345,058	36,020,539	39,053,523	42,343,615	<b>拨备前利润</b>	594,794	641,692	687,789	736,678
同业负债	3,132,667	3,289,300	3,453,765	3,626,454	资产减值损失	-202,668	-212,498	-230,997	-251,787
存款余额	24,866,785	27,229,130	29,679,751	32,350,929	<b>税前利润</b>	392,126	429,194	456,792	484,891
应付债券	798,127	838,033	879,935	923,932	所得税	-74,441	-81,478	-86,717	-92,051
其他负债	1,637,964	1,408,911	1,528,295	1,658,053	<b>税后利润</b>	317,685	347,716	370,075	392,839
<b>负债合计</b>	30,435,543	32,765,374	35,541,747	38,559,367	<b>归属母公司净利润</b>	315,906	347,716	370,075	392,839
<b>股东权益合计</b>	2,909,515	3,255,165	3,511,776	3,784,248	<b>归属母公司普通股股东净利润</b>	307,067	338,877	361,236	384,000
<b>主要财务比率</b>					<b>主要财务比率</b>				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>业绩增长</b>					<b>资产质量</b>				
利息净收入增速	2.30%	6.10%	7.08%	7.94%	不良贷款余额	293,978	306,757	326,158	350,587
手续费净增速	0.49%	1.00%	5.00%	5.00%	不良贷款净生成率	1.04%	0.70%	0.70%	0.70%
非息净收入增速	5.68%	10.76%	7.46%	5.00%	不良贷款率	1.58%	1.51%	1.47%	1.45%
拨备前利润增速	4.17%	7.88%	7.18%	7.11%	拨备覆盖率	181%	203%	217%	229%
归属母公司净利润增速	1.18%	10.07%	6.43%	6.15%	拨贷比	2.85%	3.06%	3.20%	3.33%
<b>盈利能力</b>					<b>流动性</b>				
ROAE	11.95%	12.15%	11.89%	11.63%	贷存比	74.90%	74.55%	74.55%	74.55%
ROAA	1.00%	1.00%	0.99%	0.97%	贷款/总资产	55.85%	56.36%	56.66%	56.96%
RORWA	1.63%	1.66%	1.63%	1.60%	平均生息资产/平均总资产	98.00%	97.97%	98.28%	98.37%
生息率	3.42%	3.36%	3.36%	3.34%	<b>每股指标(元)</b>				
付息率	1.57%	1.54%	1.54%	1.54%	EPS	0.86	0.95	1.01	1.08
净利差	1.84%	1.82%	1.82%	1.81%	BVPS	7.48	8.17	8.89	9.65
净息差	2.02%	2.02%	1.99%	1.98%	每股股利	0.27	0.29	0.31	0.33
成本收入比	22.30%	22.30%	22.30%	22.30%	<b>估值指标</b>				
<b>资本状况</b>					P/E	5.39	4.88	4.58	4.31
资本充足率	16.88%	17.55%	17.38%	17.19%	P/B	0.62	0.57	0.52	0.48
核心资本充足率	14.28%	14.82%	14.76%	14.67%	P/PPOP	2.78	2.58	2.40	2.24
风险加权系数	60.35%	60.40%	60.40%	60.40%	股息收益率	5.73%	6.33%	6.74%	7.17%
股息支付率	30.87%	30.87%	30.87%	30.87%					

资料来源：wind，浙商证券研究所。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>