基本盘保持平稳，个人金融银行战略实现良好开局

——工商银行 2020 年中报点评

公司点评

● **8 月 30 日，工商银行发布半年报：公司经营整体平稳，符合预期。**上半年集团实现拨备前利润 3,148.07 亿元，同比增长 2.1%；净利润 1,497.96 亿元，同比下降 11.2%，这是疫情发生以来，公司积极让利实体经济的缘故。资产规模 331,120 亿元，较年初增长 9.97%；实现营业收入 4,484.56 亿元，同比增长 1.3%，其中利息净收入 3,065.49 亿元，增长 2.4%。

● **利息净收入增加，净利息差收窄：**公司上半年利息净收入为 3,065.49 亿元，同比增加 72.48 亿元，增长 2.4%，主要是公司加大对实体经济的投融资力度，总生息资产规模增加所致；公司让利实体经济，降低企业融资成本，且加快 LPR 贷款定价基准转换，上半年净利息差为 1.98%，收窄 15bp。

● **贷款规模持续增长，个贷增长较快：**公司贯彻逆周期调节政策，加大融资支持力度。上半年贷款新增 10,959.48 亿元，同比多增 3,126.52 亿元，增长 7.3%。个人贷款比上年末增加 3,863.07 亿元，增长 6.1%。其中，个人经营性贷款增长最快，较去年末增长 25.8%，主要是归功于经营快贷、e 抵快贷等普惠领域线上贷款产品快速增长。

● **成本收入比下降，贷款拨备率增加：**公司成本收入比为 18.50%，同比下降 21bp，在同业中保持较好的水平。贷款拨备率 2.92%，较去年末增长 6bp，主要为应对在疫情背景下，不良贷款的增加。

● **不良贷款率增长，资本尚有补充空间：**公司上半年不良贷款率为 1.50%，较去年末增长了 7bp，主要是由于疫情的影响，各企业出现还款难的情况。拆开来看，公司类不良贷款率 2.09%。个人不良贷款率 0.65%；信贷质量总体，资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别为 16%、13.72%、12.70%，分别较年初下降了 0.64%、0.77%、0.50%；8 月 21 日，公司获准拟新增发行总额不超过等值 1300 亿元的二级资本工具，未来资本有望持续补充。

● **投资建议：**作为中国银行业龙头和世界资产规模第一大行，工商银行金融牌照齐全，拥有强大的客户基础和市场竞争力。公司长期保持稳健的经营策略，已经形成了五项核心竞争力：强达的客户基础、低成本的负债、完善的信贷结构、优质的资产和严格的风控等。凭借这些优势，加之不断推进经营转型和金融科技的发展，公司能够多次承受周期和实践检验，因此 2020 我们看好工行。我们采用 DDM 和相对估值法，对工行进行估值，得出的目标价为 7.5 元，对应 PB 为 1.0 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**转型带来经营风险；监管趋严下政策风险；疫情冲击下市场风险。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	726502	773789	855164	882495	945992	1023959
增长率(%)	7.5	6.5	10.5	3.2	7.2	8.2
净利润(百万元)	286049	297676	312224	326667	343012	357771
增长率(%)	2.8	4.1	4.9	4.6	5.0	4.3
ROA(%)	1.10	1.07	1.04	1.02	1.01	1.00
ROE(%)	13.7	12.7	11.60	12.1	11.9	11.5
EPS(摊薄/元)	0.80	0.84	0.88	0.92	0.96	1.00
P/E	8	7	7	6	5	5
P/B	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6

推荐（维持评级）

郑嘉伟（分析师）
zhengjiawei@xsdzq.cn
证书编号：S0280519040001

市场数据	时间 2020.08.28
收盘价(元):	5.0
一年最低/最高(元):	4.92/6.05
总股本(亿股):	2,696.12
总市值(亿元):	13,480.61
流通股本(亿股):	2,696.12
流通市值(亿元):	13,480.61
近 3 月换手率:	6.26%

股价一年走势



相关报告

《净息差有所收窄，ROE 维持较高水平》

《负债成本优势显著，资产质量不断向好》2020-03-10

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
ff 生息资产	**27171267**	**29524223**	**31302268**	**33131805**	**35110208**
贷款(毛额)	15097012	16374632	17655973	19049392	20565864
减值准备	(412731)	(478498)	(441399)	(476235)	(514147)
贷款(净额)	15046132	16326552	17644992	19003575	20482136
存放央行及同业	5069074	5205470	5561065	5926654	6307943
债券投资	159818	230134	251142	263776	277598
非生息资产	**528273**	**585213**	**643734**	**708108**	**778919**
贵金属	181292	238061	261867	288054	316859
固定资产	253525	244902	269392	296331	325965
在建工程	35081	39714	43685	48054	52859
递延所得税资产	58375	62536	68790	75669	83235
其他资产	200910	244283	268711	295582	325141
资产总计	**27699540**	**30109436**	**31946002**	**33839913**	**35889127**
付息负债	**24356072**	**26250376**	**28199001**	**28255604**	**30263045**
存款	21408934	22977655	24751002	26566149	28455045
同业存入及拆入	1814495	2266573	2379409	539789	566430
卖出回购款项	514801	263273	266814	280155	294163
应付债券	617842	742875	801776	869511	947408
负债总额	**25354657**	**27417433**	**29245910**	**30961684**	**32785948**
股本	356407	356407	356407	356407	356407
资本公积	151968	149067	149067	149067	149067
盈余公积	261720	292291	306906	322251	338363
一般风险准备	279064	305019	318086	338666	360133
未分配利润	1206666	1368536	1409592	1550551	1736617
股东权益合计	**2344883**	**2692003**	**2700092**	**2878229**	**3103178**
负债及股东权益	**27699540**	**30109436**	**31946002**	**33839913**	**35889127**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**773789**	**855164**	**882495**	**945992**	**1023959**
利息净收入	572518	606926	618794	660324	713398
手续费佣金净收入	145301	155600	163733	175730	189067
投资收益	18821	9500	8952	9881	11497
汇兑收益	-8810	-3711	-3711	-3711	-3711
营业支出	402602	464596	474343	517431	576985
业务及管理费	185041	199050	195031	210956	240630
资产减值损失	161594	178957	196853	216538	238192
营业利润	**371187**	**390568**	**408152**	**428561**	**446974**
营业外收入	2529	2222	3089	3311	3584
营业外支出	(1303)	(1001)	(1328)	(1449)	(1616)
拨备前利润	**532781**	**569525**	**605005**	**645099**	**685166**
所得税	(73690)	(78428)	(82056)	(86162)	(89869)
净利润	**298723**	**313361**	**327857**	**344262**	**359073**
少数股东损益	1047	1137	1190	1249	1303
归属母公司净利润	**297676**	**312224**	**326667**	**343012**	**357771**

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增速(%)	6.51%	10.52%	3.20%	7.20%	8.24%
净利润增速(%)	4.06%	4.89%	4.63%	5.00%	4.30%
手续费及佣金增速(%)	4.07%	7.09%	5.23%	7.33%	7.59%
净利息收入增速(%)	10.04%	9.50%	4.08%	6.91%	7.58%
贷款增速(%)	3.54%	5.78%	6.00%	6.00%	6.00%
存款增速(%)	10.27%	7.33%	7.72%	7.33%	7.11%
盈利能力					
ROAE(%)	13.27%	12.40%	12.12%	12.30%	11.96%
ROAA(%)	1.11%	1.08%	1.05%	1.04%	1.03%
拨备前 ROAE(%)	23.75%	22.61%	22.44%	23.13%	22.91%
拨备前 ROAA(%)	1.98%	1.97%	1.95%	1.96%	1.97%
盈利驱动					
平均生息资产收益率(%)	3.60%	3.66%	3.55%	3.59%	3.64%
平均计息负债成本率(%)	1.60%	1.70%	1.70%	1.75%	1.81%
净边际利率(%)	2.17%	2.14%	2.03%	2.05%	2.09%
净利差(%)	1.99%	1.96%	1.86%	1.83%	1.83%
净息差(%)	2.17%	2.24%	2.03%	2.05%	2.09%
费用收入比(%)	23.91%	23.28%	22.10%	22.30%	23.50%
所得税率(%)	19.79%	20.02%	20.02%	20.02%	20.02%
资产质量					
不良贷款率(%)	1.53%	1.43%	1.33%	1.34%	1.35%
拨备覆盖率(%)	178.57%	204.35%	210.53%	216.42%	222.22%
拨备/贷款余额(%)	2.73%	2.92%	2.80%	2.90%	3.00%
资本					
资本充足率(%)	15.39%	15.40%	15.42%	15.42%	15.43%
核心资本充足率(%)	12.98%	13.10%	13.38%	13.54%	13.86%
杠杆比例					
贷存比(%)	69.78%	70.59%	70.58%	70.87%	71.33%
贷款/总资产(%)	54.32%	54.22%	55.23%	56.16%	57.07%
平均贷款/平均生息资产	54.89%	55.34%	55.85%	56.88%	57.86%
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.88	0.92	0.96	1.00
每股拨备前利润	1.49	1.60	1.70	1.81	1.92
每股净资产(最新摊薄)	6.54	7.51	7.528	8.02	8.65
估值比率					
P/E	6.59	7.04	5.62	5.35	5.13
P/B	0.81	0.78	0.68	0.64	0.60
P/PPOP	3.45	3.22	3.03	2.85	2.68
股利支付率(%)	30%	30%	30%	30%	30%

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑嘉伟，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/