

# 工商银行 (601398)

## 信贷投放再提速，资产质量更扎实

证券研究报告

2022年08月31日

### 投资评级

行业	银行/国有大型银行 II
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	4.38 元
目标价格	6.22 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)	1,180,901.49
流通 A 股市值(百万元)	1,180,901.49
每股净资产(元)	8.30
资产负债率(%)	91.40
一年内最高/最低(元)	4.90/4.32

### 作者

**郭其伟** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521030001

**刘斐然** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521120002  
liufeiran@tfzq.com

**范清林** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521080004  
fanqinglin@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 聚源数据

### 相关报告

- 《工商银行-半年报点评:不良率喜迎今年首降, 业绩增速大幅回升》 2021-09-05
- 《工商银行-年报点评报告: 大行领头雁, 业绩增速回正》 2021-03-30
- 《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

### 规模扩张支撑主营, 业绩增速保持稳定

公司发布 2022 年半年报, 上半年营收和归母净利润分别同比增长 4.2%、4.9%。营收来看, 利息净收入和手续费及佣金净收入分别同比增长 4.5%、0.1%。业绩同比增速较 22Q1 略微下滑 0.81pct。业绩归因分析来看, 生息资产规模扩张的拉动效应愈发显著。22H1 加权平均 ROE 达 11.25%。

### 信贷投放景气更甚, 结构调优同步推进

价格层面, 22H1 公司净息差达 2.03%, 较 22Q1 下滑 7bp, 我们预计与贷款利率下行相关, 今年 6 月金融机构新发放贷款利率较 3 月下滑 24bp。

规模层面, 在持续助力宽信用, 推进经济稳增长中, 工行生息资产规模同比增速达 10.2%, 为 2021 年以来新高, 同比增速较 22Q1 末更进一步。其中贷款同比增速达 11.72%, 同比增速较 22Q1 抬升 0.84pct, 提升幅度在国有行中与建行并列居首。22H1 工行新增贷款 1.67 万亿元、同比多增 3017 亿元, 在国有行中均为第一, 充分发挥出宽信用头雁效应。

具体来看, 公司围绕经济重点领域和薄弱环节优化信贷结构, 制造业、科创、绿色、普惠等重点领域贷款增速高于贷款整体增速, 版图逐步清晰。其中上半年投向制造业贷款增加 6281 亿元, 增量为去年同期的 3.5 倍。上半年制造业同比多增贷款占整体对公同比多增的 49%。结构上在创新链和产业链的交汇点靶向发力, 战略新兴产业贷款余额较上年末增长 38.7%, “专精特新”企业贷款增速超 70%。绿色贷款余额较年初增长 25%, 已占到对公贷款总额的 26%, 余额、增量均保持同业首位。除此之外, 工行亦保持对基建类贷款的高投放, 上半年基建类贷款新增量占整体对公贷款新增的 48%。零售贷款方面, 结构继续调优, 工行持续加大对个人经营性贷款的投放, 个人经营贷 22Q2 末余额同比增速高达 25%, 助力提升金融服务普惠性。

### 资产质量保持稳定, 潜在不良生成压力减轻

22Q2 末不良率 1.41%, 环比下滑 1bp。细分来看, 对公业务质态提升明显, 22Q2 末对公贷款不良率较年初下滑 6bp。22Q2 末关注率和逾期率为 1.87%、1.2%, 较年初下降 12bp、3bp, 潜在不良生成压力减轻。同时不良认定进一步趋严, 90 天以上逾期贷款/不良贷款为 59.45%, 较年初下滑 0.03pct。22Q2 末拨备覆盖率 207.03%, 较 22Q1 有序下降 2.88pct。

### 投资建议: 显大行担当, 充分发挥宽信用头雁效应

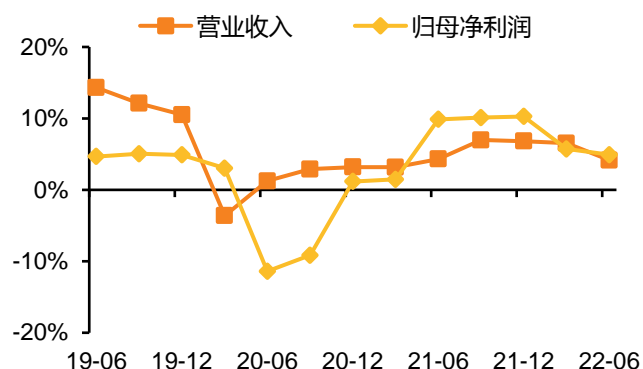
在经济稳增长、推进宽信用大环境下, 公司积极发挥大行引领作用, 主动做大信贷与结构调优同步推进。“扬长补短固本强基”的战略布局持续深化, 我们预计公司仍将持续受益于宽信用的推进, 上调此前对公司的业绩增速预测, 预计公司 2022-2024 年归母净利润同比增长 6.37% (前值 5.11%)、7.60% (前值 4.93%)、8.36%, 目前公司 PB (MRQ) 为 0.52 倍, 给予 2022 年目标 PB 0.7 倍, 对应目标价 6.22 元, 维持“增持”评级。

### 风险提示: 宏观经济疲弱, 信贷需求降低, 信用风险波动

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	8827	9428	9963	10567	11370
增长率 (%)	3.22	6.81	5.68	6.06	7.60
归属母公司股东净利润 (亿元)	3159	3483	3705	3987	4320
增长率 (%)	1.18	10.27	6.37	7.60	8.36
每股收益 (元)	0.89	0.98	1.04	1.12	1.21
市盈率(P/E)	4.94	4.48	4.21	3.92	3.61
市净率(P/B)	0.59	0.54	0.49	0.45	0.42

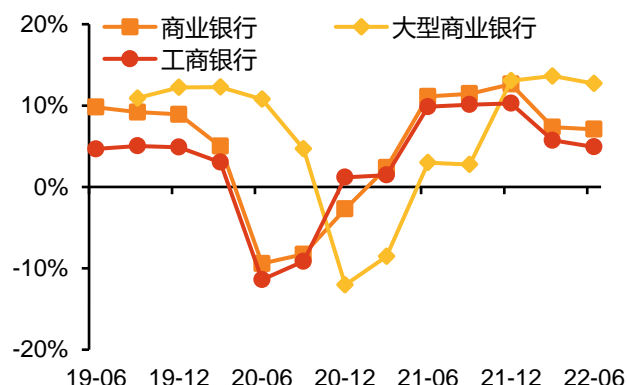
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 1：工商银行营收和归母净利润同比增速变化



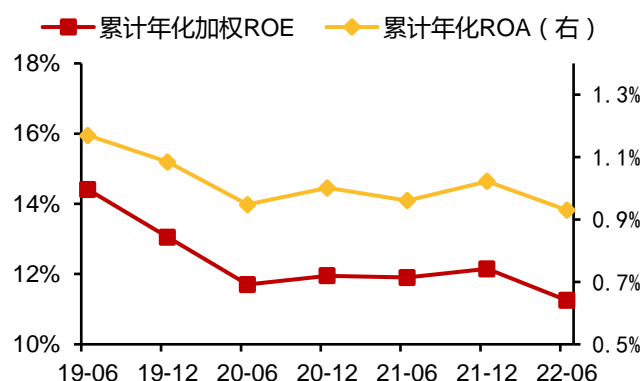
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：工商银行归母净利润同比增速与银行业整体相当



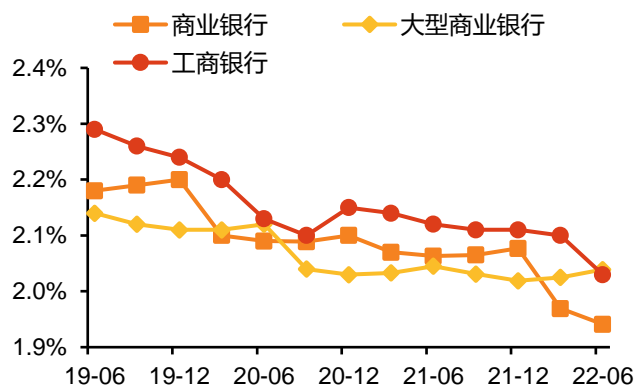
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：工商银行盈利能力变化



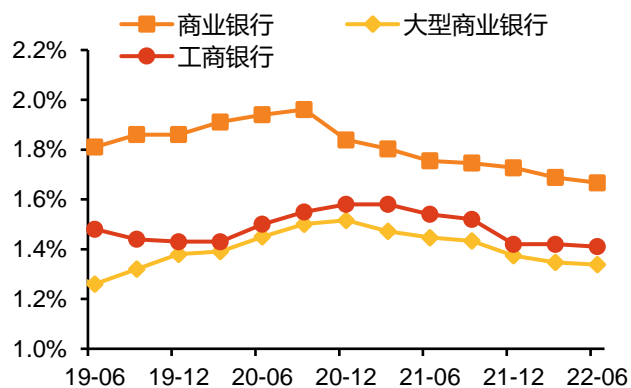
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：工商银行净息差表现略好于同业



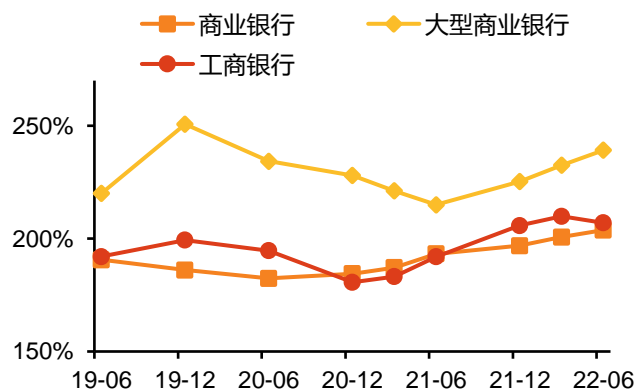
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：工商银行不良率保持在低位运行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：工商银行拨备覆盖率整体上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

人民币亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	6468	6907	7131	7452	7943	净利润增速	1.2%	10.3%	6.37%	7.60%	8.36%
手续费及佣金	1312	1330	1463	1610	1771	拨备前利润增速	4.2%	5.5%	5.7%	6.1%	7.6%
其他收入	1047	1191	1369	1506	1657	税前利润增速	0.1%	8.4%	6.4%	7.6%	8.4%
营业收入	8827	9428	9963	10567	11370	营业收入增速	3.2%	6.8%	5.7%	6.1%	7.6%
营业税及附加	85	93	98	103	108	净利息收入增速	6.6%	6.8%	3.2%	4.5%	6.6%
业务管理费	2801	3073	3248	3446	3710	手续费及佣金增速	-15.7%	1.4%	10.0%	10.0%	10.0%
拨备前利润	5948	6275	6631	7032	7566	营业费用增速	1.0%	9.7%	5.7%	6.1%	7.6%
计提拨备	2027	2026	2111	2169	2296	<b>规模增长</b>					
税前利润	3921	4249	4519	4863	5270	生息资产增速	10.0%	5.8%	10.0%	10.0%	9.0%
所得税	744	747	794	855	926	贷款增速	11.1%	10.9%	-6.2%	10.7%	9.4%
净利润	3159	3483	3705	3987	4320	同业资产增速	-3.5%	-18.1%	27.8%	16.5%	7.0%
<b>资产负债表</b>						证券投资增速	12.3%	7.8%	41.2%	9.4%	9.3%
贷款总额	186243	206672	194332	215021	235278	其他资产增速	35.3%	-3.4%	-3.4%	-3.4%	-3.4%
同业资产	18212	14906	19049	22187	23736	计息负债增速	10.7%	5.1%	10.1%	10.1%	9.0%
证券投资	85911	92578	130731	142982	156298	存款增速	9.4%	5.2%	23.8%	10.4%	9.1%
生息资产	320864	339560	373516	410868	447846	同业负债增速	23.8%	6.2%	-79.8%	10.1%	9.0%
非生息资产	12586	12153	11736	11332	10942	股东权益增速	8.1%	12.6%	8.2%	7.9%	7.9%
总资产	333451	351714	385252	422200	458789	<b>存款结构</b>					
客户存款	251347	264418	327414	361470	394499	活期	50.4%	48.9%	48.50%	48.30%	48.00%
其他计息负债	39308	41181	8913	8889	9287	定期	47.5%	48.8%	49.00%	49.50%	50.00%
非计息负债	13700	13363	13496	13631	13768	其他	2.1%	2.3%	2.50%	2.20%	2.00%
总负债	304355	318961	349823	383990	417554	<b>贷款结构</b>					
股东权益	29095	32753	35429	38211	41235	企业贷款(不含贴现)	51.5%	50.4%	50.50%	50.50%	50.50%
<b>每股指标</b>						个人贷款	46.4%	47.3%	47.50%	47.50%	47.50%
每股净利润(元)	0.89	0.98	1.04	1.12	1.21	<b>资产质量</b>					
每股拨备前利润(元)	1.67	1.76	1.86	1.97	2.12	不良贷款率	1.58%	1.42%	1.41%	1.40%	1.39%
每股净资产(元)	7.48	8.15	8.89	9.67	10.51	正常	96.21%				
每股总资产(元)	93.56	98.68	108.09	118.46	128.73	关注	2.21%				
P/E	4.94	4.48	4.21	3.92	3.61	次级	0.61%				
P/PPOP	2.62	2.49	2.35	2.22	2.06	可疑	0.81%				
P/B	0.59	0.54	0.49	0.45	0.42	损失	0.16%				
P/A	0.05	0.04	0.04	0.04	0.03	拨备覆盖率	180.68%	205.84%	214.54%	215.60%	216.61%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
净息差(NIM)	2.15%	2.11%	2.02%	1.92%	1.87%	资本充足率	16.88%	18.02%	17.91%	17.68%	17.57%
净利差(Spread)	1.97%	2.30%	1.82%	1.72%	1.67%	核心资本充足率	13.18%	13.31%	13.34%	13.23%	13.24%
贷款利率	4.26%	4.16%	4.66%	4.65%	4.64%	资产负债率	91.27%	90.69%	90.80%	90.95%	91.01%
存款利率	1.61%	1.62%	1.63%	1.62%	1.61%	<b>其他数据</b>					
生息资产收益率	3.64%	3.56%	3.49%	3.39%	3.34%	总股本(亿)	3564	3564	3564	3564	3564
计息负债成本率	1.67%	1.64%	1.67%	1.67%	1.67%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	1.00%	1.02%	1.01%	0.99%	0.98%						
ROAE	12.30%	12.51%	12.20%	12.05%	12.01%						
拨备前利润率	1.87%	1.83%	1.80%	1.74%	1.72%						

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com