

工商银行 (601398)

证券研究报告
2023年04月04日

发挥宽信用头雁效应，支持实体经济

业绩增速受小幅扰动，盈利能力较好

公司披露 2022 年年报，全年营业收入同比-2.63%，我们判断或因为非息收入端受到资本市场波动影响权益工具估值下降，以及债券投资产生未实现损失的影响。全年归母净利润同比增长 3.49%，增速较 22Q1-Q3 下降 2.06pct；2022 年末公司加权 ROE 为 11.43%，较 21 年末小幅下降 0.72pct，在上市国有大行中处于中上位置。

净息差收窄，存贷供需两旺

2022 年公司净息差为 1.73%，较 22H1 收窄 0.12pct，我们判断或受到年内 LPR 多次下降影响，资产端定价下滑，2022 年公司总生息资产收益率为 3.55%，较 22H1 下降 4bp；另一方面可能因为市场竞争持续加剧，负债端成本有所上升，2022 年总计息负债成本率为 1.82%，较 22H1 上升 8bp。

2022 年末公司贷款总额同比增长 12.31%，较 22Q3 末提升 0.15pct，为资产规模的稳步扩张提供了抓手。公司全年新增贷款主要集中在对公业务模块，对公客户和账户均突破 1,000 万户。对公贷款同比增长 13.38%，同比多增 5,402.87 亿元，创历史新高。其中，新增贷款主要投向基础设施行业、租赁和商务服务业、制造业等领域。同时，公司多渠道加大消费经营贷款产品的市场拓展力度，持续巩固小微业务优势。个人贷款比 21 年末增加 2,917.80 亿元，增长 3.7%。负债端来看，揽储能力进一步增强，全年客户存款增量突破 3.4 万亿元。2022 年末存款总额同比增长 12.97%，较 22Q3 末增长 0.86pct。其中对公存款和零售存款占比分别为 49.1%、48.7%，其中零售存款占比较 22H1 末提升 1.9pct。

资产质量夯实，拨备持续增厚

2022 年末公司不良贷款率为 1.38%，较 22Q3 末下降 2bp，延续了不良率持续下行的趋势，优化信贷结构，信贷资产风险较低；2022 年末关注类贷款占比 1.95%，相较 21 年末减少 4bp，不良贷款和关注类贷款合计依然维持在低位，资产质量稳中向好。同时 2022 年公司拨备覆盖率为 209.47%，较 22Q3 末增加 2.67pct，拨备的持续增厚有望增强公司风险抵御能力以及利润反哺能力，为后续的业务释放提供更大的空间。

投资建议：支持实体经济，发挥信贷投放头雁作用

2022 年工商银行坚守“扬长补短固本强基”战略布局，将服务国家改革与深化自身改革结合起来，制定综合改革方案，全面推进数字化转型进程。2022 年末，国家重点支持的高新技术领域企业贷款余额 1.23 万亿元，战略性新兴产业贷款余额 1.75 万亿元。同时落实乡村振兴战略，积极支持绿色产业金融需求，2022 年末，绿色贷款余额 39,784.58 亿元，全年境内主承销绿色债券 563.38 亿元。2022 年公司也积极融入区域协调发展战略，对重点区域强化金融支持，有望实现信贷规模的持续扩张，我们看好公司业绩发展的成长性。预计公司 2023-2025 年归母净利润同比增长 4.07%、5.20%、6.24%，目前公司 PB (MRQ) 为 0.50 倍，给予 2023 年目标 PB 0.60 倍，对应目标价 5.91 元，维持“增持”评级。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	9427.6	9179.9	9515.2	10044.1	10598.7
增长率(%)	6.81	(2.63)	3.65	5.56	5.52
归属母公司股东净利润(亿元)	3483.4	3604.8	3751.4	3946.6	4192.9
增长率(%)	10.27	3.49	4.07	5.20	6.24
每股收益(元)	0.95	0.97	1.05	1.11	1.18
市盈率(P/E)	4.69	4.60	4.24	4.03	3.79
市净率(P/B)	0.55	0.51	0.45	0.41	0.38

资料来源：wind，天风证券研究所

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	4.45 元
目标价格	5.91 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)	1,199,774.35
流通 A 股市值(百万元)	1,199,774.35
每股净资产(元)	8.81
资产负债率(%)	91.13
一年内最高/最低(元)	4.86/4.01

作者

郭其伟	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521030001	
guoqiwei@tfzq.com	
谢文旭	联系人
xiwenxu@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:信贷投放再提速，资产质量更扎实》 2022-08-31
- 《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:大行领头羊，业绩增速回正》 2021-03-30

财务预测摘要

人民币亿元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表						收入增长					
净利息收入	6907	6937	7199	7651	8127	净利润增速	10.3%	3.5%	4.07%	5.20%	6.24%
手续费及佣金	1330	1293	1319	1345	1372	拨备前利润增速	5.5%	-3.6%	3.9%	6.0%	8.8%
其他收入	12	10	10	10	11	税前利润增速	8.4%	-0.5%	6.0%	4.2%	5.0%
营业收入	9428	9180	9515	10044	10599	营业收入增速	6.8%	-2.6%	3.7%	5.6%	5.5%
营业税及附加	93.18	101.00	103.02	105.08	107.18	净利息收入增速	6.8%	0.4%	3.8%	6.3%	6.2%
业务管理费	3165	3151	3214	3278	3344	手续费及佣金增速	1.4%	-2.8%	2.0%	2.0%	2.0%
拨备前利润	6275	6050	6288	6663	7250	营业费用增速	9.7%	-0.4%	3.2%	4.9%	-0.7%
计提拨备	2026	1824	1807	1994	2346	规模增长					
税前利润	4249	4226	4481	4670	4903	生息资产增速	5.8%	13.3%	8.0%	7.0%	9.0%
所得税	747	615	708	700	686	贷款增速	10.9%	12.4%	10.3%	7.0%	9.0%
净利润	3483	3605	3751	3947	4193	同业资产增速	-18.1%	27.9%	-34.6%	7.0%	9.0%
资产负债表						证券投资增速	7.8%	13.7%	14.4%	7.0%	9.0%
贷款总额	206672	232123	256441	274492	299305	其他资产增速	-3.4%	-5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
同业资产	14906	19066	12460	13332	14532	计息负债增速	5.1%	13.5%	7.7%	6.9%	9.1%
证券投资	92578	105273	120442	128873	140472	存款增速	5.2%	13.0%	7.6%	6.9%	9.1%
生息资产	339560	384554	415318	444391	484386	同业负债增速	6.2%	17.4%	5.2%	6.9%	9.1%
非生息资产	12153	11543	12120	12726	13362	股东权益增速	12.6%	7.3%	10.7%	8.3%	8.1%
总资产	351714	396097	427438	457116	497748	存款结构					
客户存款	264418	298705	321379	343504	374838	活期	48.9%	47.1%	46.5%	46.0%	45.7%
其他计息负债	41181	48121	52318	55919	61020	定期	48.8%	50.7%	51.0%	51.0%	52.0%
非计息负债	13363	14133	14839	15581	16360	其他	2.3%	2.2%	2.5%	3.0%	2.3%
总负债	318961	360958	388536	415005	452219	贷款结构					
股东权益	32753	35138	38902	42111	45529	企业贷款(不含贴现)	59.0%	59.6%	60.0%	60.5%	61.0%
每股指标						个人贷款	38.4%	35.5%	35.0%	35.0%	34.5%
每股净利润(元)	0.95	0.97	1.05	1.11	1.18	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.76	1.70	1.76	1.87	2.03	不良贷款率	1.42%	1.38%	1.37%	1.35%	1.30%
每股净资产(元)	8.15	8.81	9.87	10.76	11.72	正常	96.59%	96.67%			
每股总资产(元)	98.68	111.14	119.93	128.26	139.66	关注	1.99%	1.95%			
P/E	4.69	4.60	4.24	4.03	3.79	次级	0.66%	0.68%			
P/PPOP	2.53	2.63	2.53	2.39	2.19	可疑	0.62%	0.51%			
P/B	0.55	0.51	0.45	0.41	0.38	损失	0.14%	0.19%			
P/A	0.05	0.04	0.04	0.03	0.03	拨备覆盖率	205.84%	209.47%	218.00%	228.70%	239.19%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.11%	1.92%	1.80%	1.78%	1.75%	资本充足率	18.02%	19.26%	19.76%	19.96%	19.84%
净利差(Spread)	1.92%	1.72%	1.60%	1.58%	1.55%	核心资本充足率	13.31%	14.04%	14.66%	14.95%	14.95%
贷款利率	6.24%	6.09%	6.09%	6.09%	6.09%	资产负债率	90.69%	91.13%	90.90%	90.79%	90.85%
存款利率	2.27%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	其他数据					
生息资产收益率	3.56%	3.58%	3.47%	3.44%	3.41%	总股本(亿)	3564	3564	3564	3564	3564
计息负债成本率	1.64%	1.86%	1.87%	1.86%	1.86%						
盈利能力											
ROAA	1.02%	0.96%	0.91%	0.89%	0.88%						
ROAE	12.51%	11.93%	11.27%	10.74%	10.47%						
拨备前利润率	1.83%	1.62%	1.53%	1.51%	1.52%						

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