

工商银行(601398.SH)

行业中流砥柱，关注红利价值

推荐（首次）

股价：5.29元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.icbc.com.cn; www.icbc-ltd.com
大股东/持股	中央汇金投资有限责任公司/34.72%
实际控制人	
总股本(百万股)	356,407
流通A股(百万股)	269,612
流通B/H股(百万股)	86,794
总市值(亿元)	17,382
流通A股市值(亿元)	14,262
每股净资产(元)	9.26
资产负债率(%)	91.7

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业年度策略报告*银行*化风险降利提质，兴实体转型突围*强于大市20231212

证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号
S1060520080003
YUANZHEQI052@pingan.com.cn

研究助理

许淼 一般证券从业资格编号
S1060123020012
XUMIAO533@pingan.com.cn



平安观点：

- **资源禀赋得天独厚，大行领先经营稳健。**源于央行职能部门的工商银行历经国家专业银行、国有商业银行以及股改上市三大时期的发展已经成为国内资产规模最大的国有大型商业银行。多元化的金融布局的持续完善，层次分明的渠道网络布局设计、稳健的经营策略等都是工商银行自成立以来不断发展壮大的关键，截至2023年3季度末，工商银行资产规模达到44.5万亿元，持续领先可比同业。
- **客群基础夯实，综合化经营能力突出。**从过去几年来看，在国内经济环境不确定加大的背景下，大行扮演行业中流砥柱的角色，市场份额逆势提升，我们认为主要依托于其更为扎实的客群基础和资源禀赋优势。作为国内规模体量最大的银行，工行正是其中的典型代表，工行长期深耕经济发达地区为其带来了稳定丰富的客群基础，截至2023年半年末，工行零售客户已突破7亿户，零售AUM规模以及户均AUM都位居国有大行首位。工行扎实的客群基础使其获得优于同业的低负债成本，在行业面临“资产荒”的背景下，资产摆布调整余地更大，进一步保证自身的稳健经营。此外，工商银行综合化经营能力亦是其差异化优势的一部分，多元子公司的经营表现在各细分行业中也是名列前茅，虽然过去几年包括财富管理、信用卡、投行等银行主要中间业务来源受市场环境和监管政策变化的影响增长放缓，但我们认为从长期角度来看，依然是银行转型发展及提升盈利质量的关键，工行综合化经营的优势有望在未来给予其更大的协同价值。当前，工行正积极推动“GBC+”战略转型，转型红利的释放有望持续提升其业务协同能力、客户粘性以及客户价值挖掘的能力，值得予以更多关注。
- **盈利下行压力可控，稳健分红股息吸引力提升。**受制于息差收窄，国内银行业近些年盈利能力持续面临下行压力，工行ROE水平虽有所下降但仍保持可比同业前列位置，2022年加权平均ROE为11.43%，位于上市国有大行前列。从资本水平来看，工行同样位于可比同业首位，23年3季度末资本充足率水平达到18.8%，工行在资本压力相对较小情况下分红水平更有能力保持稳定，高股息属性有望持续，红利配置价值凸显。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业净收入(百万元)	861,450	842,512	811,442	831,658	880,930
YOY(%)	7.8	-2.2	-3.7	2.5	5.9
归母净利润(百万元)	348,338	360,483	365,350	370,134	383,159
YOY(%)	10.3	3.5	1.4	1.3	3.5
ROE(%)	12.5	11.9	11.1	10.4	10.1
EPS(摊薄/元)	0.98	1.01	1.03	1.04	1.08
P/E(倍)	5.4	5.2	5.2	5.1	4.9
P/B(倍)	0.65	0.60	0.55	0.51	0.48

- **投资建议：经营稳健，高股息属性突出。**工商银行作为国内体量最大的商业银行，夯实的客户基础、突出的成本优势、稳健的资产质量以及持续完善的综合化经营能力都是其穿越周期的基础，伴随其“GBC+”战略的逐渐深化，资金内循环以及客户粘性的提升都有望为其提供稳定的业务需求。当前在无风险利率持续下行的背景下，工行作为能够稳定分红的高股息品种，其类固收价值同样值得关注，截至 2024 年 3 月 25 日，工商银行近 12 个月的股息率为 5.74%，相对无风险利率的股息溢价率位于历史高位，红利配置价值值得关注。综上，我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 1.03/1.04/1.08 元，盈利对应同比增速 1.4%/1.3%/3.5%，2024 年 3 月 25 日公司 A 股股价对应公司 23-25 年 PB 分别为 0.55x/0.51x/0.48x，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 经济下行导致资产质量压力超预期变化；2) 利率下行导致净息差缩窄超预期；3) 金融政策监管风险。

正文目录

一、公司概况：资源禀赋得天独厚，大行领先经营稳健	6
1.1 源于央行，改革赋能，稳健成长.....	6
1.2 高管基层经验丰富，大行体系培养.....	7
二、客群基础夯实，综合化经营能力突出	9
2.1 客群基础夯实，下行期凸显经营稳健性.....	9
2.2 综合化经营能力突出，多牌照金融服务持续完善.....	14
2.3 “GBC+”战略提升用户粘性，信息流共享提升价值挖掘能力.....	17
三、盈利下行压力可控，分红稳定股息吸引力提升	20
3.1 盈利下行压力可控，资本水平处于行业前列.....	20
3.2 分红率保持稳定，高估值特性凸显.....	22
四、投资建议：经营稳健，高股息属性突出	24
五、风险提示	27

图表目录

图表 1	中国工商银行发展阶段	6
图表 2	截至 23Q3 中国工商银行前十大股东	7
图表 3	资产规模位居国有大行首位	7
图表 4	工商银行近些年来资产规模增长稳健	7
图表 5	工商银行历任董事长和行长信息	8
图表 6	工行对公客户数持续增长	9
图表 7	工行零售客户数量保持稳定	9
图表 8	工行各区域 23 年半年末贷款规模	10
图表 9	工行各区域 23 年半年末存款规模	10
图表 10	大行市占率逐渐提升	10
图表 11	工商银行规模增长保持稳健	10
图表 12	工行活期存款占比位于可比同业前列	11
图表 13	工行近年来活期存款占比略有下降	11
图表 14	工行计息负债成本率处于上市银行较低水平	11
图表 15	23H1 上市国有大行信贷结构	12
图表 16	收益率水平位于同业中游	12
图表 17	23 年 3 季度末净息差水平位于同业中游	12
图表 18	近年来贷款增速快于行业水平	13
图表 19	对公稳健增长支撑工行扩表	13
图表 20	国有大行 23 年半年末不良率	13
图表 21	工商银行不良率及不良生成率变化	13
图表 22	国有大行 23 年半年末关注率	14
图表 23	国有大行 23 年半年末逾期 90 天以上贷款/不良贷款比率	14
图表 24	国有大行持有牌照情况	15
图表 25	23Q4 公募基金管理非货币理财公募基金规模	15
图表 26	23H1 大中型银行理财子理财产品余额	15
图表 27	工行零售 AUM 总额和户均 AUM 位居首位	16
图表 28	工行私人银行 AUM 和客户数位居首位	16
图表 29	工行 23 年债券承销额位于首位	16
图表 30	工行 23 年末托管总份额位于第二	16
图表 31	手续费及佣金净收入占比保持稳定	17
图表 32	23 年上半年手续费及佣金收入结构	17
图表 33	工商银行“GBC+”战略	17
图表 34	以校园场景为例看“GBC+”战略	18
图表 35	上市国有行+股份行银行金融科技投入	18
图表 36	上市国有行+股份行银行金融科技人员情况	18

图表 37	制造业贷款占比持续提高	19
图表 38	普惠小微贷款增量持续领先	19
图表 39	资产端拖累净息差水平持续承压	20
图表 40	营收和净利息收入增速下滑明显	20
图表 41	工商银行近年来拨备水平持续夯实	21
图表 42	拨备反哺平滑利润波动	21
图表 43	盈利能力处国有大行前列	21
图表 44	近年来 ROE 水平略有下降	21
图表 45	国有大行 23 年 3 季度末资本情况	22
图表 46	工商银行资本水平安全无虞	22
图表 47	上市国股行分红率及股息率	22
图表 48	工商银行股息率相较无风险利率溢价处在历史高位	23
图表 49	工商银行盈利预测关键假设	25
图表 50	工商银行估值水平持续下行	26
图表 51	工商银行估值水平位于上市国有大行中游	26

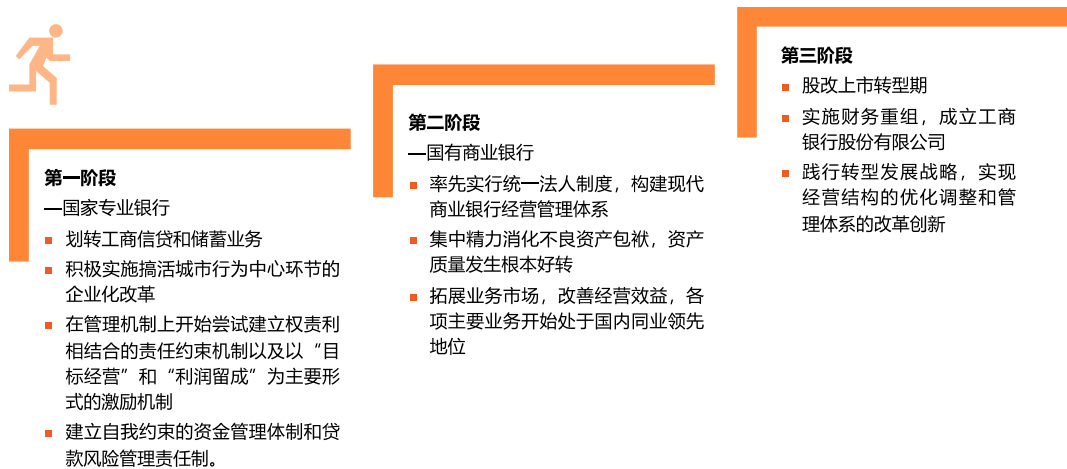
一、公司概况：资源禀赋得天独厚，大行领先经营稳健

源于央行职能部门的工商银行历经国家专业银行、国有商业银行以及股改上市三大时期的发展已经成为国内资产规模最大的国有大型商业银行。多元化的金融布局的持续完善，层次分明的渠道网络布局设计、稳健的经营策略等都是工商银行自成立以来不断发展壮大的关键，截至 2023 年 3 季度末，工商银行资产规模达到 44.5 万亿元，持续领先可比同业。

1.1 源于央行，改革赋能，稳健成长

1983 年，为利于央行更好的执行其中央银行职能，国务院下发了《关于中国人民银行专门行使中央银行职能的决定》，将“工商信贷和储蓄业务”剥离出来成立中国工商银行，于是次年 1 月 1 日，中国工商银行应运而生。从发展阶段上来说，工商银行历经三个阶段，首先是成立的第一个 10 年主要是国家指导下专业银行的职能，在支持国有大中型企业存、贷、汇的基础上，发展信用卡、国际业务等新兴业务领域，逐步成长为中国第一大银行。第二阶段则是国有大型商业银行的逐步成型。特别是 2000 年之后，工商银行提出“效益、质量、发展、管理、创新”的十字方针，形成了以质量和效益并重的新型经营管理体系，促进了由国家专业型银行向国有商业银行进行转变，同时也为后期的股份制改革奠定了坚实的基础。直到 2005 年 4 月，国家批准了工商银行的股份制改革方针，工商银行迎来其快速发展的新阶段。2006 年 10 月，工商银行在香港和上海两地同步上市。股改上市后，工商银行持续稳步推进其体制和机制变革，完善现代化公司治理体系，国际化布局和综合化经营持续完善，根据公司 23 年半年报披露，工行已经连续十一年位列《银行家》全球银行 1000 强榜首、美国《财富》500 强榜单全球商业银行首位，连续七年位列英国 BrandFinance 全球银行品牌价值 500 强榜单榜首。

图表1 中国工商银行发展阶段



资料来源：公司官网，招股说明书，平安证券研究所

股东结构稳定，凸显央企核心地位。从 23 年三季报数据来看，公司前十大股东合计持股比例达到 95.3%，第一大股东为中央汇金投资有限责任公司，持股比例为 34.71%，第二大股东为财政部，持股比例达到 31.14%，特别是 2023 年 10 月 11 日，汇金公司继 2015 年之后再次公告增持工商银行股份，不仅提振了市场信心，也持续夯实工商银行国有地位。中央汇金、财政部、全国社会保障基金理事会都是工行上市之初的股东，三者截至 23 年三季度末共持有工商银行 69.31% 股份，股东结构较为稳定。

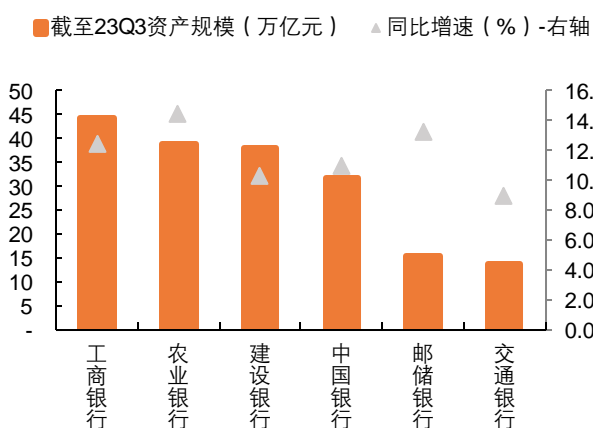
图表2 截至 23Q3 中国工商银行前十大股东

	股东名称	股东性质	股份类别	持股比例
1	中央汇金投资有限责任公司	国家	A 股	34.71%
2	中华人民共和国财政部	国家	A 股	31.14%
3	香港中央结算（代理人）有限公司	境外法人	H 股	24.17%
4	全国社会保障基金理事会	国家	A 股	3.46%
5	中国证券金融股份有限公司	国有法人	A 股	0.68%
6	香港中央结算有限公司	境外法人	A 股	0.63%
7	中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	A 股	0.28%
8	中国工商银行-上证 50 交易型开放式指数证券投资基金	其他	A 股	0.09%
9	华夏人寿保险股份有限公司-自有资金	其他	A 股	0.07%
10	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	其他	A 股	0.07%

资料来源：公司三季报，平安证券研究所

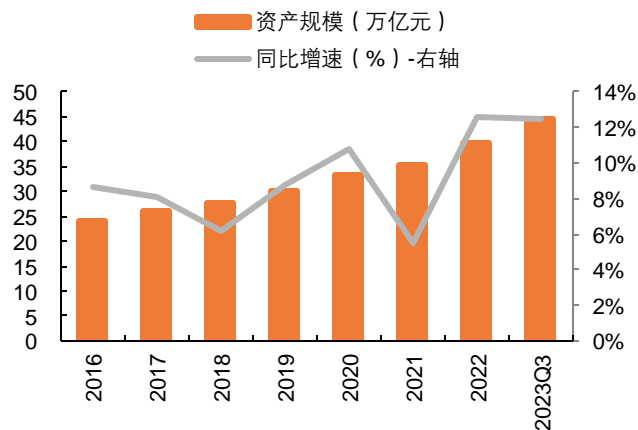
在股东和自身经营的努力下，工商银行资产规模持续位于国内银行业首位，资产增速仍保持稳健，截至 2023 年三季度末，工商银行总资产规模达到 44.5 万亿元，同比增长 12.5%，资产增长保持稳健态势，增速水平仍保持在可比同业较高水平。

图表3 资产规模位居国有大行首位



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 工商银行近些年来资产规模增长稳健



资料来源：Wind，平安证券研究所

1.2 高管基层经验丰富，大行体系培养

从工商银行历任主要领导的信息来看，基层工作经验充足，职业生涯基本都在国有大行内，对于大行整体的业务生态和经营理念都有了深入的了解。成熟的高管人员培养机制以及国有大行间的高管流动持续为工行带来“懂业务、懂生态、有思想、办实事”的优秀高管人员，稳定的高管人员也是工行能够持续稳健经营的基础。

图5 工商银行历任董事长和行长信息

姓名	任职日期	曾任职务	简介
姜建清	2005年10月	董事长/行长	2000年2月任工商银行行长，曾任中国工商银行上海市分行副行长、上海城市合作商业银行(现上海银行)行长、中国工商银行上海市分行行长、中国工商银行副行长。2005年10月任职工商银行董事长和中国工商银行(亚洲)有限公司董事会主席。2016年5月姜建清辞去相关职务。
易会满	2016年6月	董事长/行长	1985年加入中国工商银行，曾任中国工商银行浙江省分行副行长，江苏省分行行长，北京市分行行长等职。自2005年10月起，历任中国工商银行股份有限公司高级管理层成员，副行长，行长，副董事长、执行董事。2019年1月，易会满先生因工作调动辞去工行董事长、执行董事职务。
陈四清	2019年5月	董事长	陈四清先生自2019年5月起任中国工商银行股份有限公司董事长、执行董事。陈四清先生于1990年加入中国银行，曾在中国银行湖南省分行工作多年并外派中南银行香港分行任助理总经理。2000年6月至2014年2月，先后担任中国银行福建省分行行长助理、副行长，总行风险管理部总经理，广东省分行行长，中国银行副行长等职。2014年2月至2017年8月任中国银行行长。2014年4月至2017年8月任中国银行副董事长。2017年8月至2019年4月任中国银行董事长。2011年12月至2018年3月兼任中银航空租赁有限公司董事长。2011年12月至2019年4月先后兼任中银香港(控股)有限公司非执行董事、副董事长、董事长。2024年2月，陈四清先生因年龄原因辞去相关职务。
廖林	2024年2月	董事长/行长	自2024年2月起任工行董事长，自2021年3月起任工行副董事长、执行董事、行长，2020年7月起任工行执行董事，2019年11月起历任副行长、副行长兼任首席风险官。1989年加入中国建设银行，曾任中国建设银行广西分行副行长，宁夏分行行长，湖北分行行长，北京分行行长，中国建设银行首席风险官、副行长兼任首席风险官。
陈立	1983年7月	行长	1973年6月后，任中国人民银行货币发行局副局长、会计发行管理局副局长、局长，中国人民银行副行长、党组成员。1983年7月后，筹建中国工商银行，任第一任行长。
杨凯生	2005年10月	行长	1985年加入中国工商银行，曾任中国工商银行监察室副主任、规划信息部主任，中国工商银行深圳市分行行长，中国华融资产管理公司总裁，中国工商银行常务副行长兼党委副书记。2005年10月起，担任中国工商银行股份有限公司副董事长、执行董事、行长，兼任工银瑞信基金管理有限公司董事长、标准银行集团有限公司(SBG)副董事长、中国国际经济贸易仲裁委员会第十七届委员会顾问。2013年5月，杨凯生先生辞去相关职务。
谷澍	2016年9月	行长	自2013年10月起任中国工商银行股份有限公司副行长。1998年加入中国工商银行，曾任会计结算部副总经理、计划财务部副总经理、财务会计部总经理、董事会秘书兼战略管理与投资者关系部总经理、山东省分行行长、标准银行集团有限公司副董事长、中国工商银行(伦敦)有限公司董事长、中国工商银行(阿根廷)股份有限公司董事长等。2021年1月，因工作变动辞去相关职务。谷澍先生现任中国农业银行董事长。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

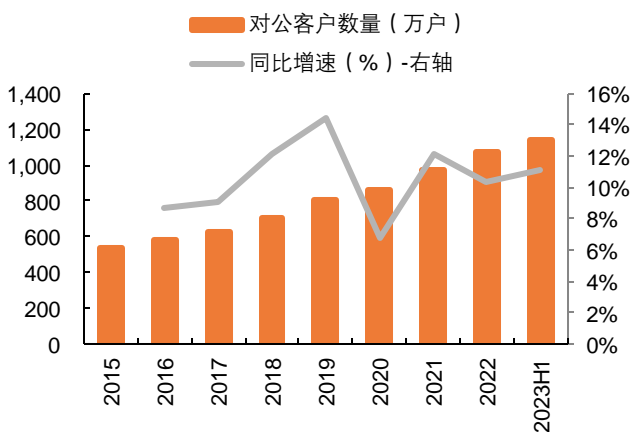
二、客群基础夯实，综合化经营能力突出

从过去几年来看，在国内经济环境不确定加大的背景下，大行扮演行业中流砥柱的角色，市场份额逆势提升，我们认为主要依托于其更为扎实的客群基础和资源禀赋优势。作为国内规模体量最大的银行，工行正是其中的典型代表，工行长期深耕经济发达地区为其带来了稳定丰富的客群基础，截至 2023 年半年末，工行零售客户已突破 7 亿户，零售 AUM 规模以及户均 AUM 都位居国有大行首位。工行扎实的客群基础使其获得优于同业的低负债成本，在行业面临“资产荒”的背景下，资产摆布调整余地更大，进一步保证自身的稳健经营。此外，工商银行综合化经营能力亦是其差异化优势的一部分，多元子公司的经营表现在各细分行业中也是名列前茅，虽然过去几年包括财富管理、信用卡、投行等银行主要中间业务来源受市场环境和监管政策变化的影响增长放缓，但我们认为从长期角度来看，依然是银行转型发展与提升盈利质量的关键，工行综合化经营的优势有望在未来给予其更大的协同价值。当前，工行正积极推动“GBC+”战略转型，转型红利的释放有望持续提升其业务协同能力、客户粘性以及客户价值挖掘的能力，值得予以更多关注。

2.1 客群基础夯实，下行期凸显经营稳健性

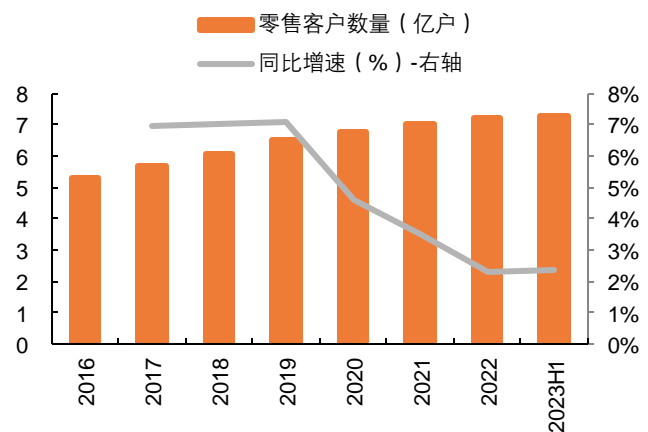
工行作为国内规模最大的银行，扎实的客群基础和经营体系的完善使其在对公和零售领域都保持强劲的竞争力。从客户的绝对数量来说，工行持续位于行业前列，截至 2023 年半年末，工行对公客户及零售客户数量分别达到 1144 万户/7.29 亿户，客户基础夯实。在网点布局方面，工行重点围绕经济发达地区，锚定优质客户提供综合化的金融服务，聚焦京津冀协同发展、长三角一体化发展、粤港澳大湾区、成渝地区双城经济圈等国家重点经济发展区域以及政策扶持地带广泛布局。截至 2023 年半年末，以长三角区域为代表的经济发达区域贡献度明显提升，长三角区域内存贷款规模占比分别较 22 年提升了 0.22pct/0.57pct 至 21.2%/21.2%，重点区域贡献度逐年攀升，23 年半年末长三角、珠三角以及环渤海区域的存款合计占比超过 60%，贷款占比超过 50%，持续深耕经济重点区域给工商银行带来的稳定的业务需求以及优质的客群基础。

图表6 工行对公客户数持续增长



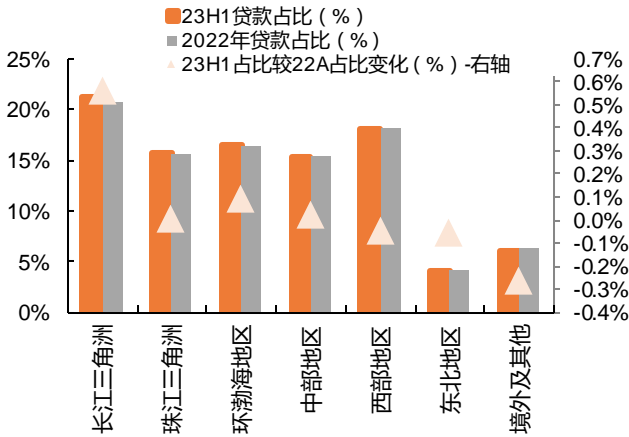
资料来源：公司半年报及年报，平安证券研究所

图表7 工行零售客户数量保持稳定



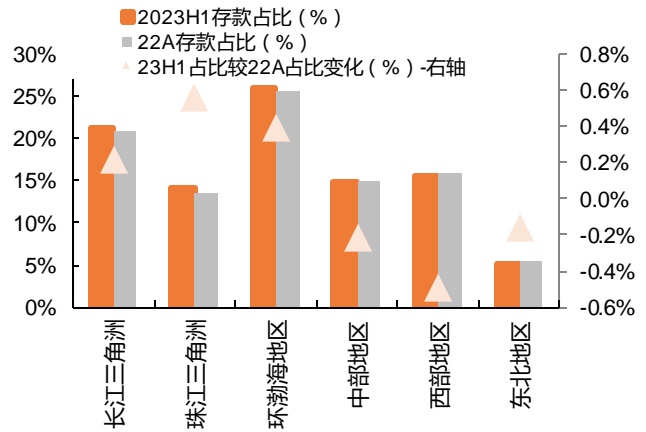
资料来源：公司半年报及年报，平安证券研究所

图表8 工行各区域 23 年半年末贷款规模



资料来源: 公司半年报及年报, 平安证券研究所

图表9 工行各区域 23 年半年末存款规模



资料来源: 公司半年报及年报, 平安证券研究所

过去几年行业“资产荒”问题逐渐严重, 叠加利率持续下行期银行经营压力有所扩大, 但大行由于自身稳健的经营特点、强大的客户基础、多元化的金融服务能力以及较低的负债成本等优势反而使其在行业承压期的市场份额不降反升。从工行自身来看, 自 22 年 3 季度后, 资产增速持续高于全行业资产增速, 截至 23 年 3 季度末, 工行资产规模同比增长 12.5%, 快于行业平均水平 1.9 个百分点, 在经济下行过程中积极发挥大行“头雁效应”, 助力经济稳增长。

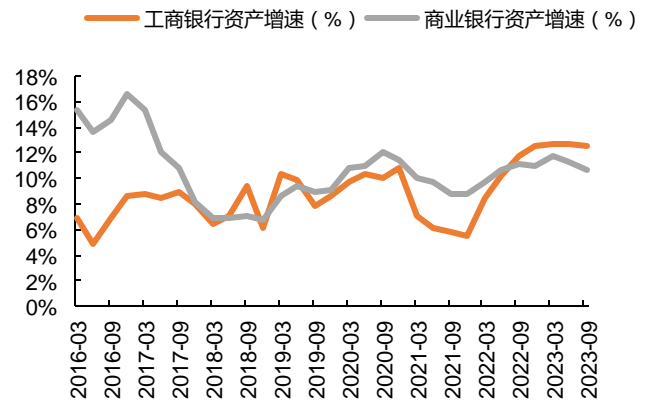
图表10 大行市占率逐渐提升



资料来源: Wind, 国家金融监督管理总局, 平安证券研究所

注: 大型商业银行包括工行、建行、农行、中行、国开行、交行和邮储

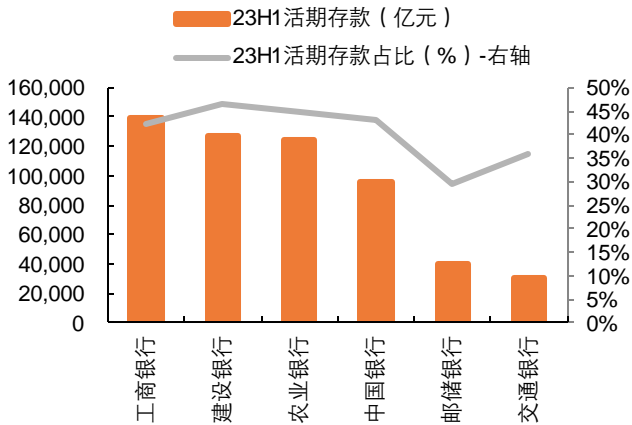
图表11 工商银行规模增长保持稳健



资料来源: Wind, 国家金融监督管理总局, 平安证券研究所

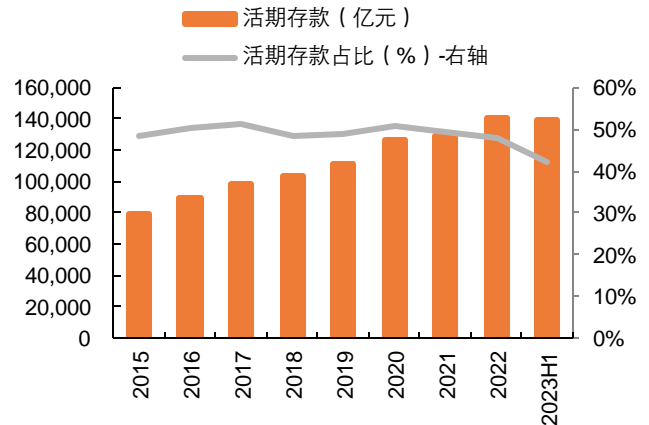
强大的客群优势以及在全国经济发达地区的充分布局为工行的负债端打下良好基础, 公司获取优质负债的能力始终处于行业前列。从存款结构来看, 虽然近年来受到存款定期化影响, 活期存款增长有所放缓, 但与同业比较, 工行的活期存款无论绝对规模还是占比均处于同业领先水平。截至 2023 年半年末, 工行活期存款占比为 42.2%, 绝对水平位于可比同业前列。大量优质负债让工行在成本端优势明显, 工商银行 2023 年上半年的计息负债成本率为 2.04%, 存款成本率为 1.90%, 在上市银行中处于第一梯队。

图表12 工行活期存款占比位于可比同业前列



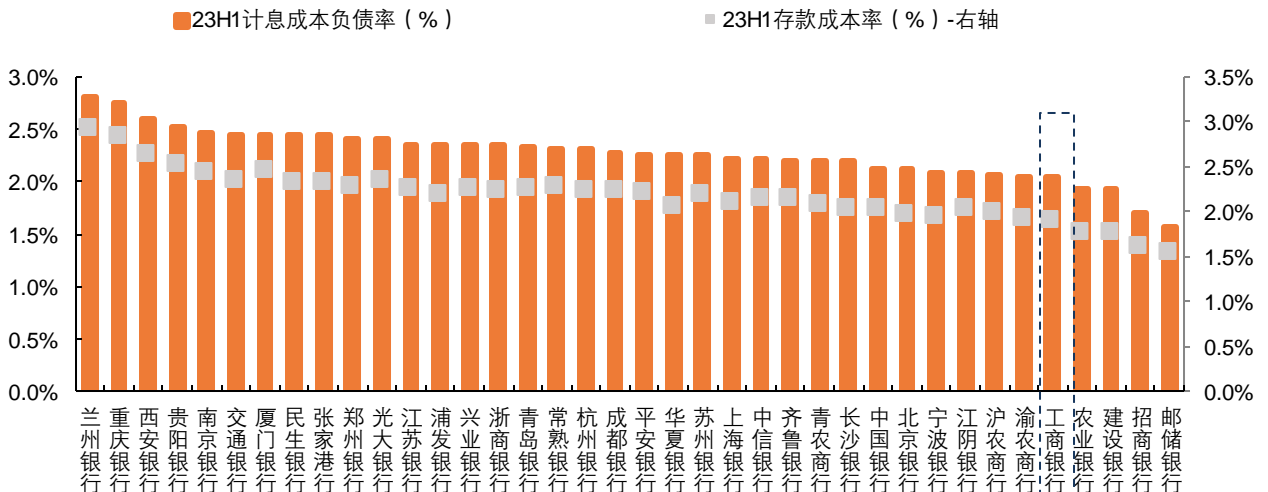
资料来源：公司半年报、平安证券研究所

图表13 工行近年来活期存款占比略有下降



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表14 工行计息负债成本率处于上市银行较低水平



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：无锡银行、紫金银行、苏农银行和瑞丰银行未公布 2023 半年末计息负债成本率

负债端的成本优势使得工行在当前行业普遍面临资产荒的情况下有了更多的摆布余地。从工行的信贷结构来看，整体结构保持稳健，截至 23 年半年末，信贷组合中对公和零售贷款的比重分别为 62.3%和 33.5%，其中对公贷款中占比最高的是基建类贷款，占总贷款比重达到 36.0%，零售贷款则以按揭为主，占比为 25.2%，能够看到在信贷客户的选择中呈现出低风险偏好的特征。我们认为这样虽然会使得工行在资产定价上损失部分向上的弹性（截至 2023 年半年末，生息资产收益率 3.56%，贷款收益率为 3.95%，分别同比下降了 3BP/20BP），但在经济下行阶段，我们认为低风险的现金流收益是银行实现穿越周期经营的基础，特别是工行成本端的优势能够一定程度弥补其资产端定价水平的下行。从结果来看，低风险的组合一方面能够帮助工行在需求端获得稳定的支撑从而实现规模和市占率的提升，另一方面也有利于资产质量的稳定。

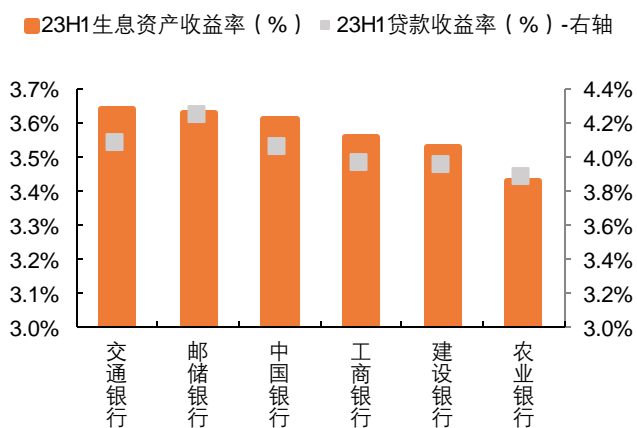
图表15 23H1 上市国有大行信贷结构

上市银行	23H1 上市国有大行贷款结构									
	个人贷款				对公贷款					
	个人消费 贷款占比 (%)	按揭贷款 占比 (%)	个人经营贷及 其他占比 (%)	个人贷款 占比 (%)	基建类贷 款占比 (%)	制造业贷 款占比 (%)	批发及零售行 业贷款占比 (%)	房地产行业贷款占 比 (%)	其他贷款 占比 (%)	对公贷款占 比 (%)
工商银行	3.6%	25.2%	4.7%	33.5%	36.0%	9.9%	3.0%	4.1%	15.0%	62.3%
农业银行	4.3%	24.5%	8.0%	36.8%	32.9%	11.8%	4.4%	4.4%	10.4%	59.7%
建设银行	5.7%	28.1%	3.2%	36.9%	29.2%	9.8%	6.0%	4.2%	17.7%	59.7%
中国银行	2.7%	25.3%	5.9%	33.9%	34.0%	13.2%	0.0%	7.6%	13.0%	63.1%
交通银行	6.2%	19.2%	5.6%	31.0%	32.1%	12.2%	3.9%	6.5%	16.8%	65.9%
邮储银行	8.5%	29.7%	16.9%	55.1%	18.5%	6.3%	2.9%	3.1%	21.6%	39.3%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

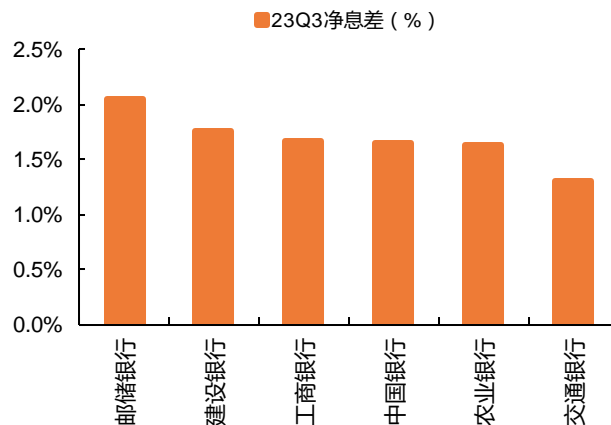
注：个人消费贷款为各家银行披露的消费贷款和信用贷款之和；基建类贷款包括交通运输、仓储和邮政业、电力、热力、燃气及水生产和供应业、水利、环境和公共设施管理业以及租赁和商务服务业。

图表16 收益率水平位于同业中游



资料来源：公司半年报，平安证券研究所

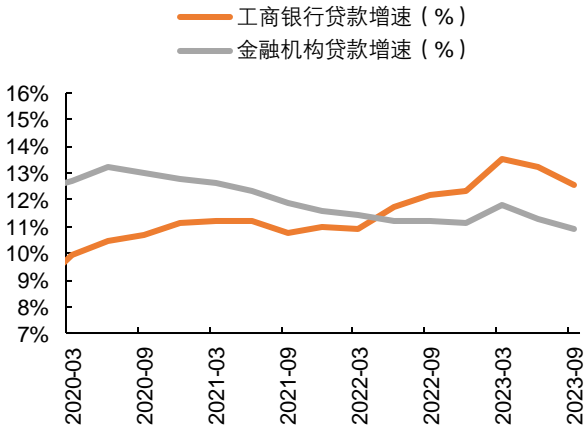
图表17 23年3季度末净息差水平位于同业中游



资料来源：公司公告，平安证券研究所

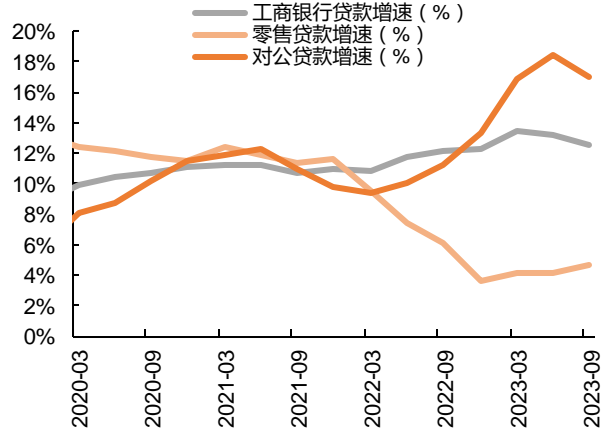
从信贷的增长来看，对公贷款的稳健增长支撑整体贷款增速持续高于同业。首先从整体上来看，近 2 年来工行贷款增速持续高于行业贷款增长，截至 23 年 3 季度末，工行贷款同比增长 12.5%，快于行业整体增速 1.64 个百分点。拆分结构来看，在零售需求相对萎靡的阶段，对公贷款的稳健增长成为推动工行规模快增的重要因素，以 23 年 3 季度末数据为例，工行对公和零售贷款分别同比增长 17.0%/4.7%，对公贷款增速持续快于零售增长。

图表18 近年来贷款增速快于行业水平



资料来源: wind、公司公告、中国人民银行、平安证券研究所

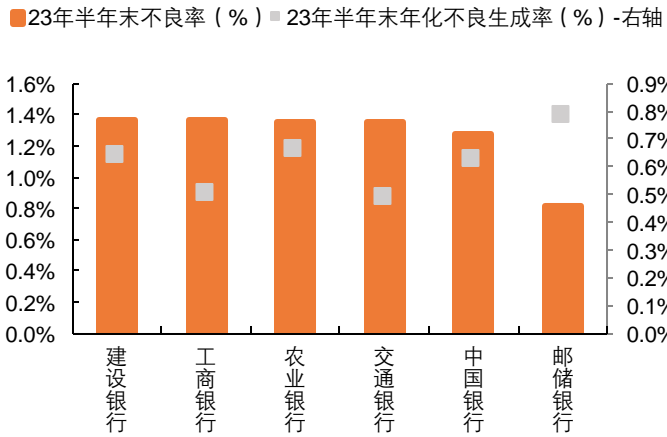
图表19 对公稳健增长支撑工行扩表



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

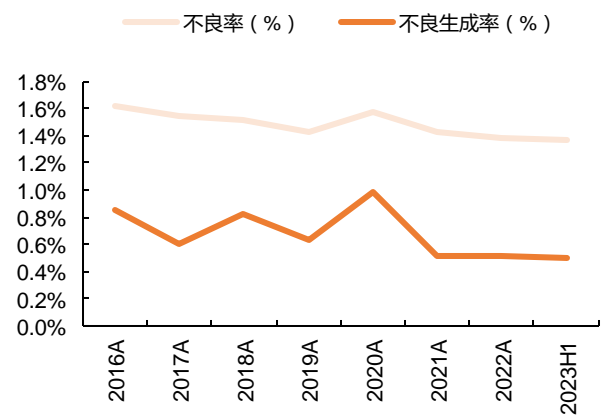
从资产质量来看, 低风险偏好使得工商银行整体资产质量保持稳健。截至 2023 年半年末, 工商银行不良率为 1.36%, 延续下行趋势, 23 年半年末年化不良生成率为 0.50%, 不良生成压力相对较小。特别是在不良认定方面, 工商银行提高了风控标准, 逾期 90 天以上贷款/不良贷款持续低于 100%, 23 年半年末仅为 55.2%, 资产质量基础更为扎实。在前瞻性指标来看, 截止 2023 年半年末, 工商银行关注率和逾期率分别为 1.79%/1.18%, 潜在资产质量压力相对可控。

图表20 国有大行 23 年半年末不良率



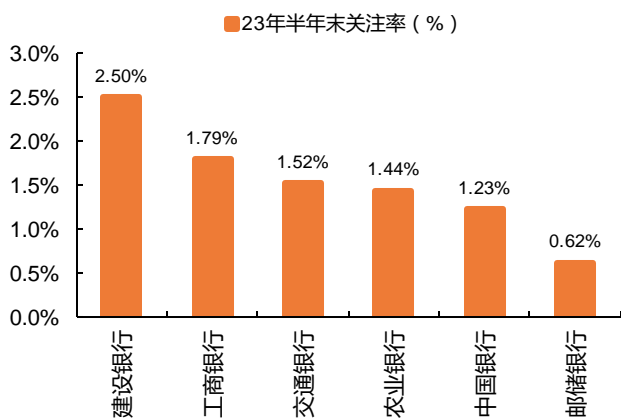
资料来源: 公司半年报, 平安证券研究所

图表21 工商银行不良率及不良生成率变化



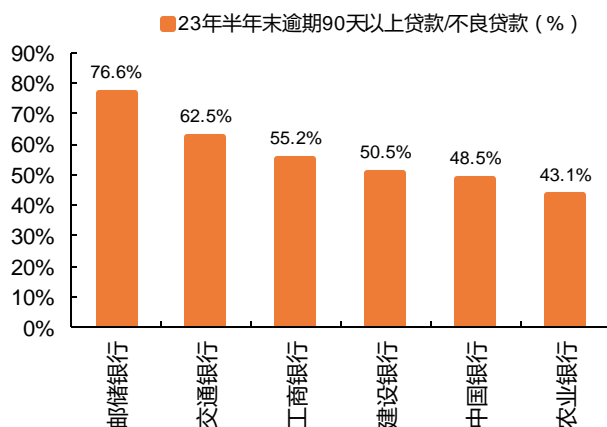
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表22 国有大行 23 年半年末关注率



资料来源：公司半年报，平安证券研究所

图表23 国有大行 23 年半年末逾期 90 天以上贷款/不良贷款比率



资料来源：公司半年报，平安证券研究所

2.2 综合化经营能力突出，多牌照金融服务持续完善

突出的综合化经营能力一直是工商银行的一大优势，这种竞争力不仅体现在多元金融牌照的数量上，更多体现在其子公司自身的业务能力上，以财富管理板块为例，与之相关的工银理财子公司、工银瑞信基金的业务规模都排在子领域前列，虽然近两年受市场波动以及监管政策影响对于集团的贡献度有所降低，但从长期来看前景依然广阔。在行业推动高质量发展的背景下，传统粗放式投放的模式一定会向综合金融服务模式转变，工行综合化经营能力的优势将使其在探索新业务模式和推动收入结构多元化过程中具备竞争力。

牌照齐全，多元化金融服务基础牢固。工商银行子公司包括工银瑞信基金管理有限公司、工银金融租赁有限公司、工银安盛人寿保险有限公司、工银国际控股有限公司、工银金融资产投资有限公司、工银理财有限责任公司，子公司牌照覆盖基金、租赁、保险、券商、金融资产投资、理财等多维度金融服务，在多元化金融布局和持有牌照方面处于国有大行前列。

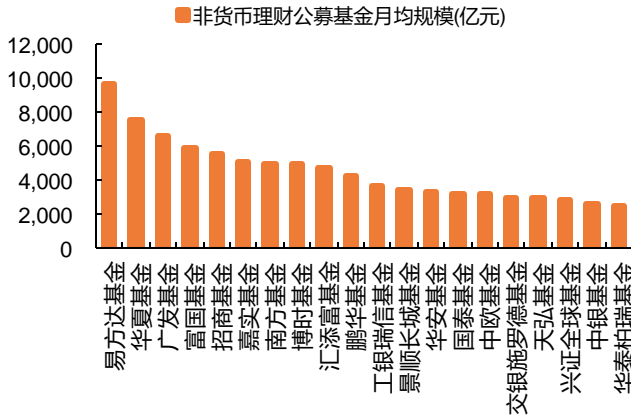
图表24 国有大行持有牌照情况

	工商银行	中国银行	建设银行	农业银行	邮储银行	交通银行
券商	工银国际	中银证券 中银国际	建银国际	农银国际	/	交银国际
保险	工银安盛人寿	中银集团保险 中银人寿 中银保险 中银三星人寿	建信人寿 建信财险	农银人寿	/	交银康联人寿 交银保险
信托	/	/	建信信托	/	/	交银国际信托
基金	工银瑞信基金	中银基金	建信基金	农银汇理基金	/	交银施罗德基金
金融租赁	工银金租	中银金租	建新金租	农银金租	/	交银金租
消费金融	/	中银消费金融	/	/	中邮消费	/
期货	工银国际期货	中银国际期货	建信期货	/	/	/
理财子	工银理财	中银理财	建信理财	农银理财	中邮理财	交银理财
投资	工银投资	中银投资	建信投资	农银投资	/	交银投资

资料来源：公司公告，平安证券研究所

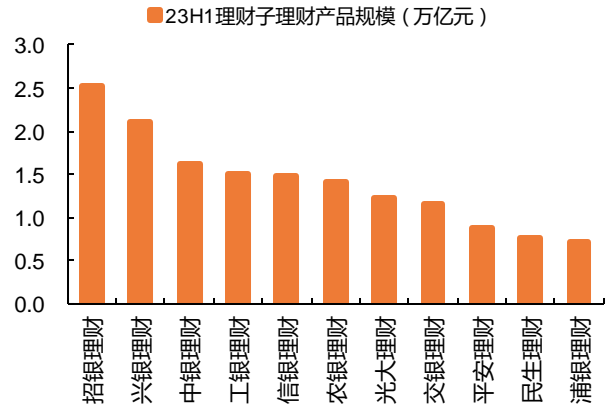
子公司经营亮点突出，同处细分赛道前列。以工银瑞信为例，截至 2023 年末，工银瑞信管理非货币理财公募基金月均规模位于所有公募基金第 11 位，位于银行系公募基金第 2 位，规模优势较为显著，从理财子规模来看，工银理财同样居于银行系理财子规模前列，截至 23 年半年末，工银理财管理规模达到 1.50 万亿元，位于上市大中型银行理财子规模第四名。

图表25 23Q4 公募基金管理非货币理财公募基金规模



资料来源：基金业协会，平安证券研究所

图表26 23H1 大中型银行理财子理财产品余额

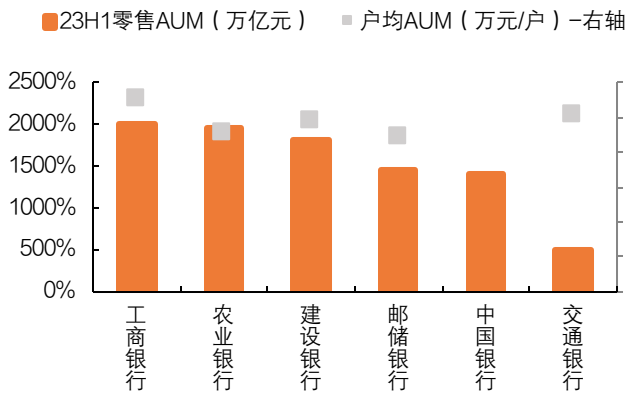


资料来源：公司半年报，平安证券研究所

注：建行、邮储和华夏半年报未公布理财子理财产品余额

以财富管理板块为例，出色的多元金融服务体系给工商银行带来了稳定高质量的客群基础。目前工行个人零售 AUM 余额持续位于行业内第一，截止 23 年半年末，个人零售 AUM 成为市场首家突破 20 万亿元的银行，规模优势显著。特别是工行 23 年半年末户均 AUM 达到 2.75 万元/户，同样位于可比同业首位，客户价值相对较高。若聚焦于个人金融业务中的高净值客户来看，得益于自身的品牌优势以及完善的服务体系，私人银行客户数量和管理资产规模同样位于可比同业首位。综合来看，工商银行财富管理业务条线尤其是零售业务条线规模优势明显，结合工商银行自身多元化的金融牌照优势、广泛触达的渠道网络以及品牌优势，财富管理业务优势有望在未来持续保持，成为业务增长的新动力。

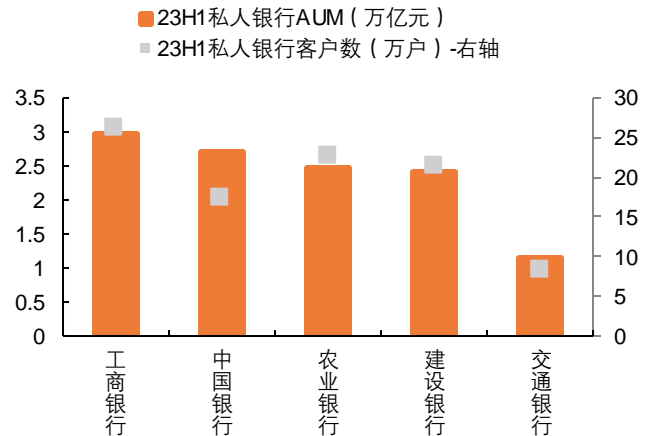
图表27 工行零售 AUM 总额和户均 AUM 位居首位



资料来源：公司半年报、平安证券研究所

注：中国银行 23 年半年报未披露零售客户数量

图表28 工行私人银行 AUM 和客户数位居首位

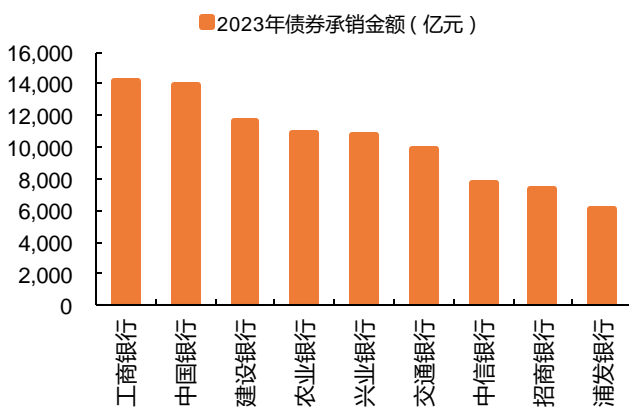


资料来源：公司半年报、平安证券研究所

注：邮储银行 23 年半年报未披露私人银行相关数据

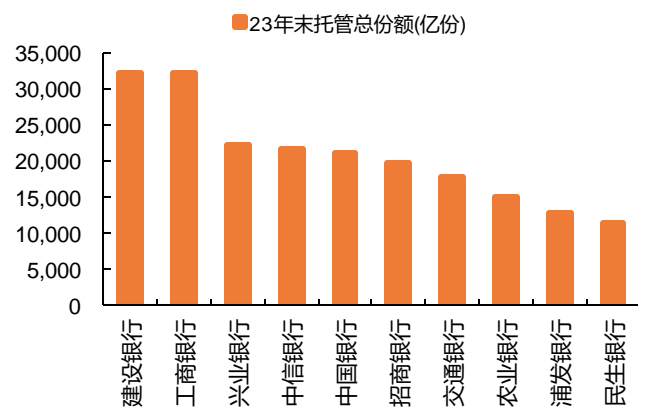
中收收入虽然在持续性减费让利以及市场波动影响下增长略显乏力，但仍是银行高质量发展转型突破的重要方向，工行自身的规模优势有望带来新的业务增量。从 23 年数据来看，工商全年债券承销金额位于银行首位，债券承销金额达到 1.42 万亿元，托管总份额位于同业第 2 位，23 年末托管总份额达到 3.20 万亿份，多元金融体系和体量持续领先市场。从中收收入来看，减费让利大背景叠加居民投资需求相对疲软，近年来承压状况较为明显，23 年前三季度手续费及佣金净收入同比负增 6.07%，占营收比重 15%，但未来仍有较大提升空间。从中收结构上来看，以 23 年上半年数据为例，占比分列前三名的业务分别是结算清算及现金管理、个人理财及私人银行和投资银行业务，占比分别达到 29.6%/17.0%/16.6%。

图表29 工行 23 年债券承销额位于首位



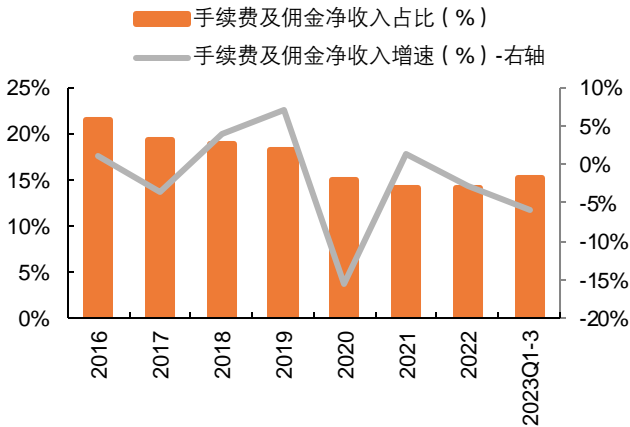
资料来源：wind、平安证券研究所

图表30 工行 23 年末托管总份额位于第二



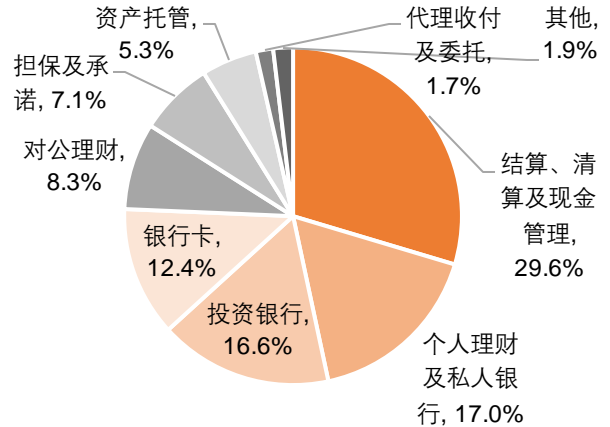
资料来源：wind、平安证券研究所

图表31 手续费及佣金净收入占比保持稳定



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表32 23年上半年手续费及佣金收入结构

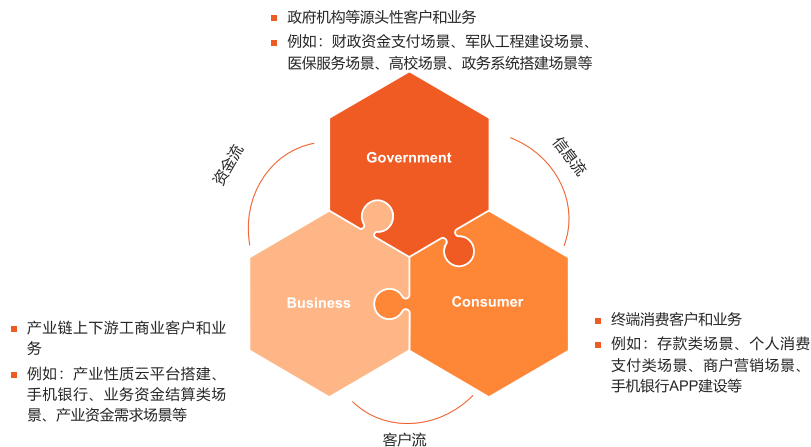


资料来源：公司半年报、平安证券研究所

2.3 “GBC+” 战略提升用户粘性，信息流共享提升价值挖掘能力

工商银行作为国内客户经营集大成者的优秀代表以及资产规模持续领先的国有大行，在实现存量资源的盘活以及实现信息价值的循环上于 2020 年首提提出了 GBC（政府、企业、个人）战略，战略以三条业务线联动和核心，围绕教育、三农和科创等领域重点场景，实现资金流、信息流以及客户流的密切联动，以提升不同业务条线的协同办公能力为重点，挖掘不同业务场景的资源从而实现资金的有效闭环。以信息流交互为例，G/B 客户提供了批量获客的方式，能够以较低的成本获取优质客户，由 C 到 G/B 信息流则是可以推动银行以多元化的金融服务来满足不同的需求。

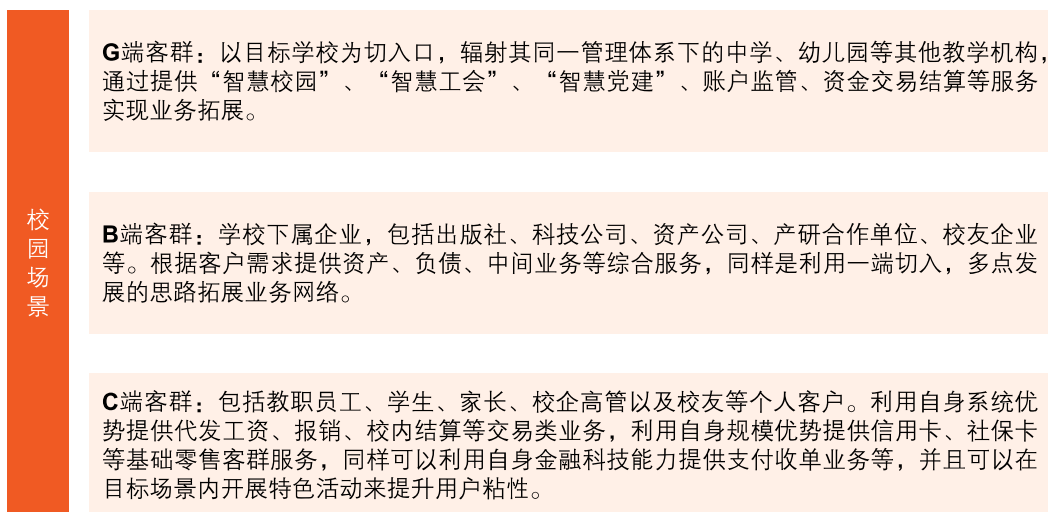
图表33 工商银行“GBC+”战略



资料来源：公司公告，平安证券研究所

我们以校园场景为例，工行以目标学校为切入点，完成对于统一管理体系下的附属中学、幼儿园等 G 端客户切入，通过“智慧校园”、“智慧党建”、资金结算等业务方式提升用户粘性，在 B 端客群方面，则关注学校下属企业、包括出版社、科技公司、产研合作单位等，根据客户需求来提供资产、负债或者中间业务服务，最终在 C 端客群方面，关注教职工、学生、家长以及其他个人客户，通过提供多样的个人金融服务来提升用户粘性。综合来看，“GBC+”战略在构建用户场景，提升用户粘性方面具有重要的指引作用。

图表34 以校园场景为例看“GBC+”战略

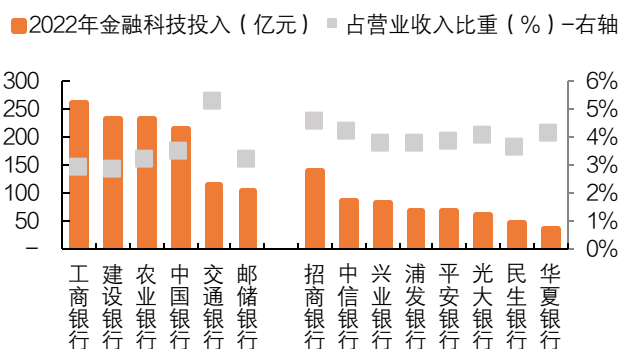


资料来源：公司公告，平安证券研究所

根据公司 22 年年报披露，战略引领下的重点场景建设也在逐步见效，2022 年，“GBC”重点场景累计带动 G 端拓户 6994 户(同比增长 195%)，B 端拓户 47.3 万户(同比增长 141%)，C 端获客活客 7275 万人(同比增长 85%)，客户生态加快完善，G 端增存 1519 亿元、B 端增存 3388 亿元，C 端代发 1.9 万亿元，增存引流成效显著。全行 2022 年资金回行率也达到 43.58%，同比提升 3 个百分点，资金内循环链路不断畅通。

金融科技基础强，持续强投入有望反哺业务增长。以 22 年数据为例，工商银行金融科技投入总量和人才队伍绝对数量位于可比同业首位，其中工商银行全年投入 262 亿元，占营业收入比重达到了 2.86%，22 年科技人员达到 3.6 万人，占到全行员工的 8.3%，金融科技投入和人员数量都处于国有大行首位。金融科技的持续投入也能够进一步加强工行数字化基础，为“GBC+”战略的执行提供更好的数字环境，经营效率的提升也有望持续带来业绩的回升。

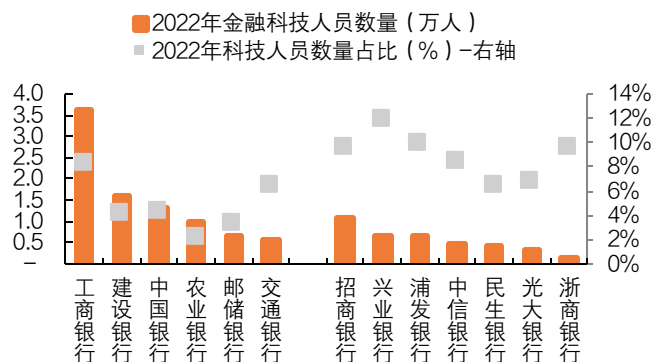
图表35 上市国有行+股份行银行金融科技投入



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：因浙商银行年报中未披露金融科技投入暂不纳入可比项

图表36 上市国有行+股份行银行金融科技人员情况

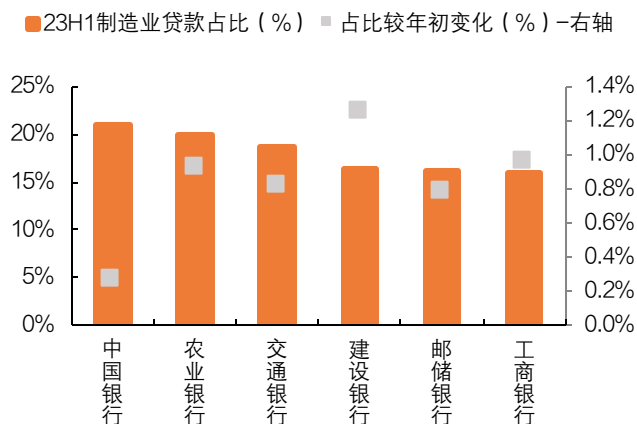


资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：因平安银行和华夏银行 22 年未披露科技人员数量暂不纳入可比项

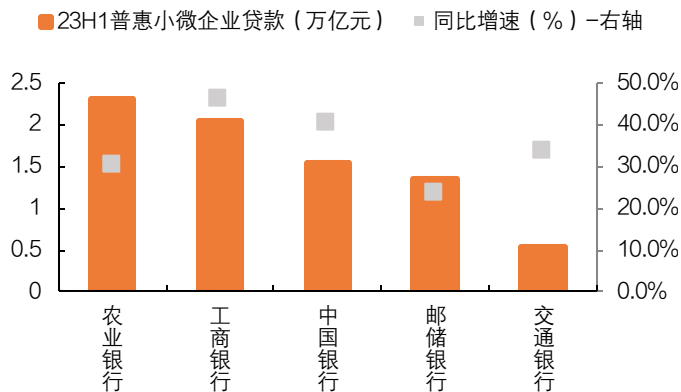
“GBC+”战略的持续落地也有望持续盘活存量资源。对公端，工商银行持续性加强对于制造业、战略性新兴产业、科技创新等方向的金融供给，以制造业贷款为例，工商银行 23 年半年末制造业贷款占对公贷款比例较年初提升 1.0pct 至 15.9%，贷款占比延续上升趋势。制造业贷款占比的上升一方面来源于政策指导下国有大行主动作为，另一方面也是盘活存量信贷资源，引导资源流向重点行业的必然选择。无论是服务高新技术产业亦或是服务普惠型中小微企业，工商银行都持续发挥领头羊作用，截止 23 年半年末，工行新兴产业贷款和“专精特新”企业贷款同比接近翻倍，普惠型小微企业贷款余额达到 2.05 万亿元，同比增速达到 46.4%，绝对规模和增速水平持续位于国有大行前列。

图表37 制造业贷款占比持续提高



资料来源：公司年报及半年报、平安证券研究所

图表38 普惠小微贷款增量持续领先



资料来源：公司半年报、平安证券研究所

注：建设银行 23 年半年末未公布普惠型小微企业贷款

三、盈利下行压力可控，分红稳定股息吸引力提升

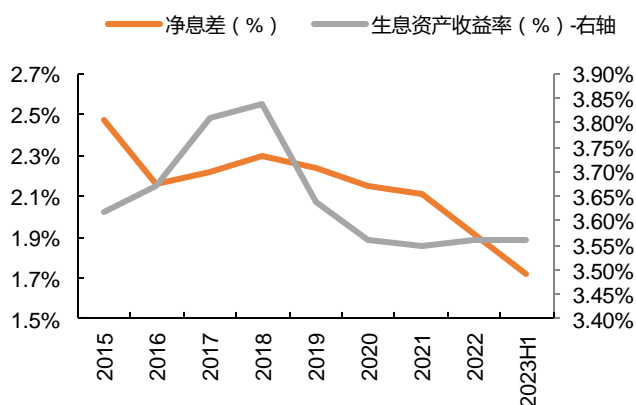
受制于息差收窄，国内银行业近些年盈利能力持续面临下行压力，工行 ROE 水平虽有所下降但仍保持可比同业前列位置，2022 年加权平均 ROE 为 11.43%，位于上市国有大行前列。从资本水平来看，工行同样位于可比同业首位，3 季度末资本充足率水平达到 18.8%，工行在资本压力相对较小情况下分红水平更有能力保持稳定，高股息价值有望持续，红利配置价值凸显。

3.1 盈利下行压力可控，资本水平处于行业前列

工行过去几年的营收受息差拖累的负面影响较为显著，但由于资产质量稳定，所以拨备反哺还是实现了盈利的稳健增长。从净息差水平来看，降息的持续落地、市场竞争的加剧以及需求端恢复斜率放缓都对银行资产端利率造成了一定的冲击，进而导致净息差水平持续承压，截至 2023 半年末，工行净息差为 1.72%，生息资产收益率为 3.56%。净息差水平的承压导致净利息收入水平的下滑较为明显，23 年前 3 季度净利息收入同比负增 4.72%，进而拖累营收同比负增 3.55%。

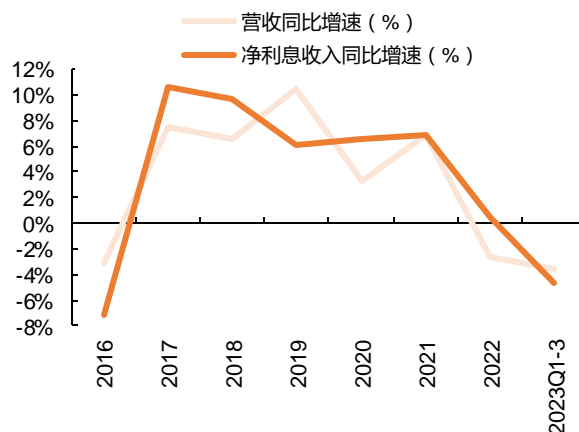
但需要注意的是，虽然收入端面临较大压力，但由于资产质量的改善，拨备对盈利的反哺力度加大。截止 2023 年 3 季度末，工商银行拨备覆盖率和拨贷比分别为 216%/2.94%，过去几年信贷成本虽有所下降，但拨备绝对水平处在国有大行中游，风险抵补能力保持优异水平，拨备的反哺使得工行在营收负增的背景下依然保持了净利润增长和盈利能力的稳定，工行 2022 年加权平均 ROE 为 11.4%，继续处在国有大行前列水平。

图表39 资产端拖累净息差水平持续承压



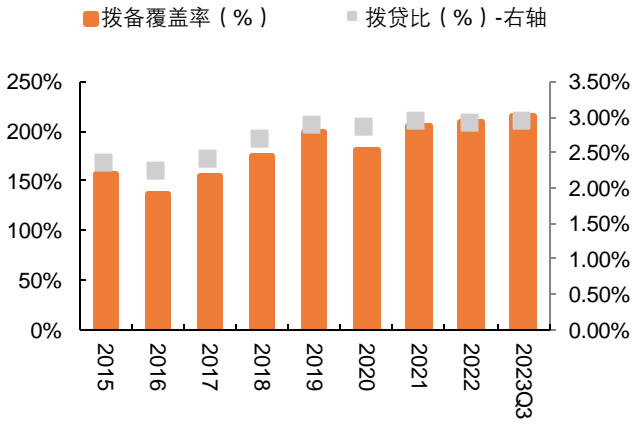
资料来源：公司半年报、平安证券研究所

图表40 营收和净利息收入增速下滑明显



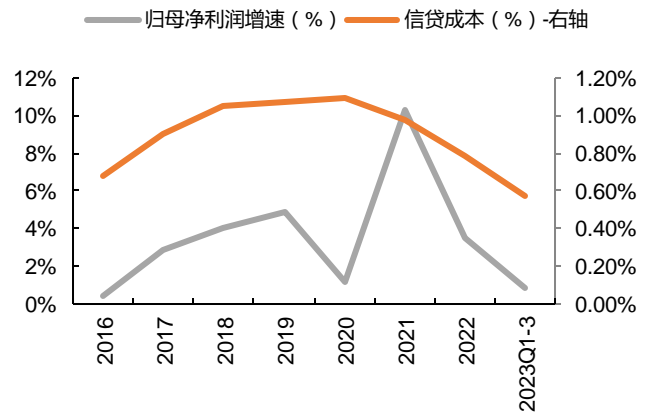
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表41 工商银行近年来拨备水平持续夯实



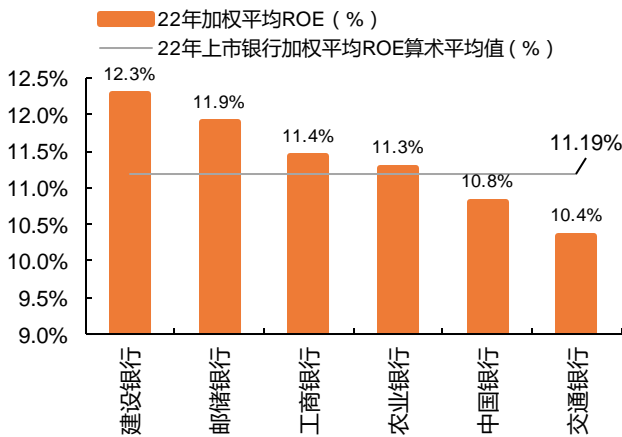
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表42 拨备反哺平滑利润波动



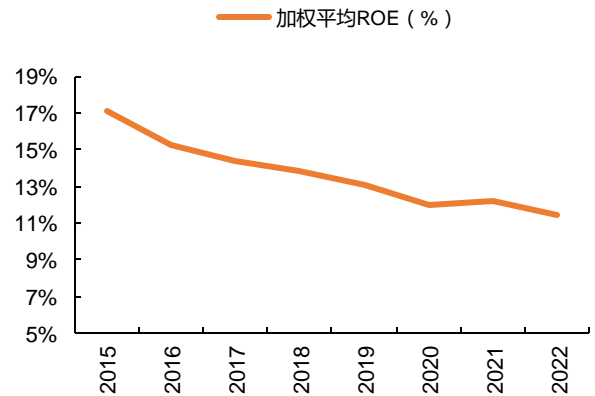
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表43 盈利能力处国有大行前列



资料来源：公司公告，平安证券研究所

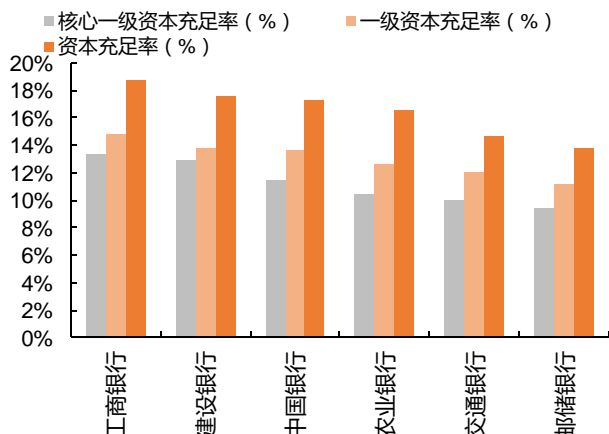
图表44 近年来 ROE 水平略有下降



资料来源：公司公告，平安证券研究所

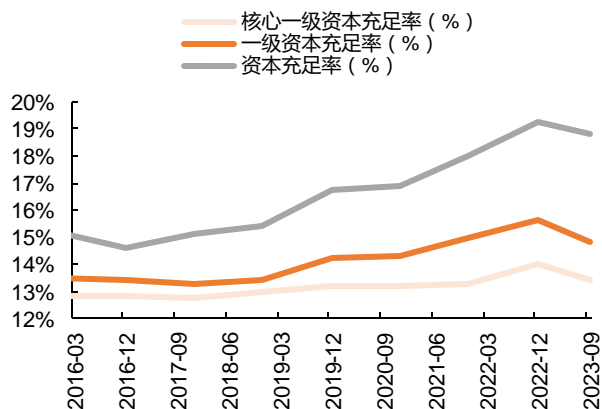
资本压力相对较小。工行资本充足率持续位于国有大行前列，截至 23 年三季度末，工商银行核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别为 13.4%/14.8%/18.8%。若拉长时间维度来看，排除季节性波动影响，资本水平近年来持续处于上升通道，资本水平压力相对较小。

图表45 国有大行 23 年 3 季度末资本情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表46 工商银行资本水平安全无虞

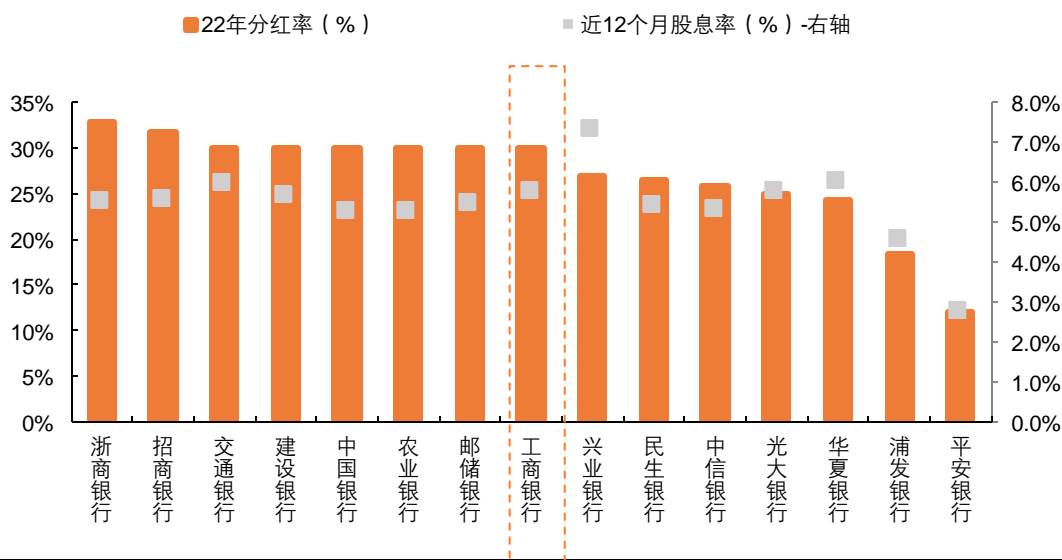


资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 分红率保持稳定，高估值特性凸显

从分红水平上来看，大行整体皆保持在 30%左右水平，考虑到工商银行资本压力相对较小，分红水平有望在未来持续稳定。从股息率水平来看，大行股息率水平同样处于较高水平，截至 2024 年 3 月 25 日收盘，工商银行近 12 个月股息率为 5.74%，持续位于可比同业前列，高股息特性凸显。

图表47 上市国股行分红率及股息率

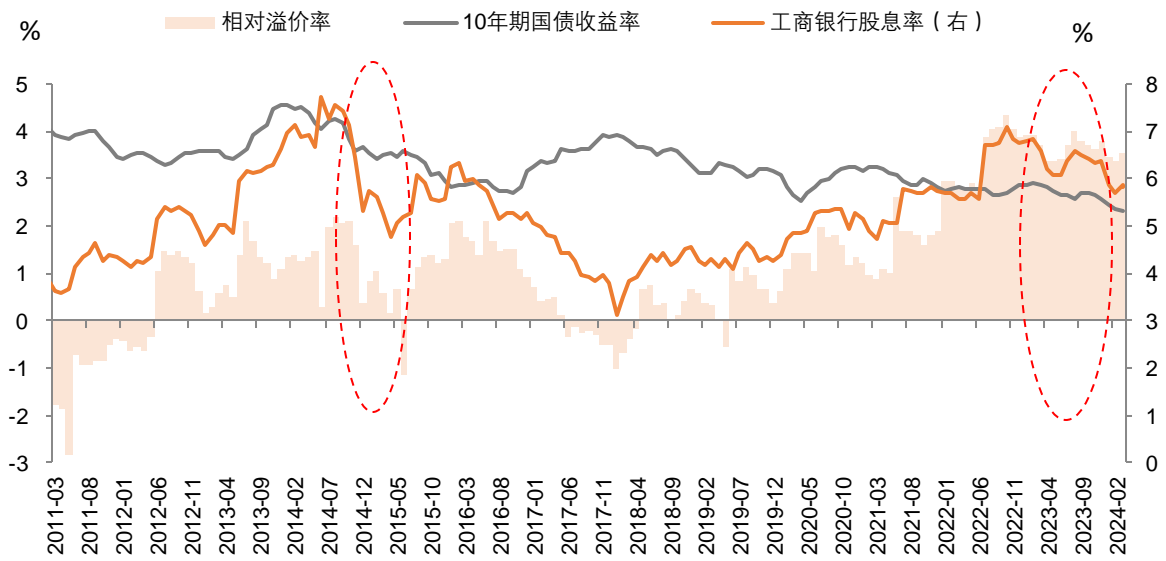


资料来源：wind，平安证券研究所

注：股息率=Σ近 12 个月现金股利(税前)/2024 年 3 月 25 日市值

若以 10 年期国债收益率来衡量无风险利率，可以看到工商银行股息率较无风险利率相对溢价处于历史高位，截至 2024 年 3 月 25 日，工商银行近 12 个月股息率为较 10 年国债到期收益率溢价水平达到 3.43%，股息吸引力持续提升。

图表48 工商银行股息率相较无风险利率溢价处在历史高位



资料来源: wind, 平安证券研究所

四、投资建议：经营稳健，高股息属性突出

工商银行作为国内体量最大的商业银行，夯实的客户基础、突出的成本优势、稳健的资产质量以及持续完善的综合化经营能力都是其穿越周期的基础，伴随其“GBC+”战略的逐渐深化，资金内循环以及客户粘性的提升都有望为其提供稳定的业务需求。当前在无风险利率持续下行的背景下，工行作为能够稳定分红的高股息品种，其类固收价值同样值得关注，截至2024年3月25日，工商银行近12个月的股息率为5.74%，相对无风险利率的股息溢价率位于历史高位，关注红利配置价值。我们预计公司23-25年EPS分别为1.03/1.04/1.08元，盈利对应同比增速1.4%/1.3%/3.5%，2024年3月25日公司A股股价对应公司23-25年PB分别为0.55x/0.51x/0.48x，首次覆盖给予“推荐”评级。

■ 盈利预测假设

1) 贷款保持稳健扩张态势。工商银行在经济发达区域的集中布局以及稳定的客户基础支撑其规模的稳步扩张，另一方面，目前全行上下持续践行的“GBC+”战略对于提升客户粘性以及提升客户价值具有积极正面作用，战略红利有望在未来持续释放。综上，我们预计公司23-25年的信贷增速保持在12%-13%左右。

2) 资产端定价持续承压，成本端优势持续。工商银行23年3季度末净息差为1.67%，持续让利实体经济叠加降息的持续落地对于资产端定价的负面影响较为显著，进而导致息差持续承压。考虑到工行自身突出的成本优势以及优异的负债端结构，存款挂牌利率下调带来的成本缓释有望一定程度上对冲资产端下行的压力，息差下行压力或将有所缓释。综合考虑，我们预计工商银行23-25年净息差分别为1.65%/1.50%/1.45%。

3) 负债端存款保持平稳增长。稳定的客户基础以及经济发达地区的抗周期能力是保持存款稳定增长的基石，随着公司“GBC+”战略的持续深化，工行揽储能力有望进一步提高，我们预计公司23-25年存款规模同比增速在12%-14%左右。

5) 资产质量保持稳健。2023年3季度末，工商银行不良率为1.36%，延续下行趋势。在工商银行稳健低风险偏好的经营理念下，预计资产质量持续保持稳健。

6) 盈利水平保持稳健。工商银行盈利水平近年来持续保持同业较优水平，2022年加权平均ROE为11.43%，处在上市国有大行前列，在公司稳健的经营理念以及战略红利的逐步释放，公司盈利水平有望保持稳定。

7) 分红率保持稳定，高股息吸引力提升。稳定的盈利水平、相对较小的资本压力以及国有大行的属性是工商银行保持分红率的稳定的重要基础。此外，工行目前股息率相对无风险利率的溢价水平处在历史高位，股息率吸引力持续提升。

图表49 工商银行盈利预测关键假设

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营管理 (%)					
贷款增长率	11.0%	12.3%	13.0%	13.0%	13.0%
生息资产增长率	5.8%	13.3%	12.6%	12.6%	12.7%
总资产增长率	5.5%	12.6%	12.6%	12.6%	12.7%
存款增长率	5.2%	13.0%	14.0%	14.0%	14.0%
付息负债增长率	5.1%	13.5%	13.9%	13.8%	13.8%
净利息收入增长率	6.8%	0.4%	-3.0%	4.4%	8.3%
手续费及佣金净收入增长率	1.4%	-2.8%	-8.0%	-8.0%	-8.0%
营业净收入增长率	7.8%	-2.2%	-3.7%	2.5%	5.9%
拨备前利润增长率	5.5%	-3.6%	0.7%	2.5%	5.9%
税前利润增长率	8.4%	-0.5%	1.4%	1.3%	3.5%
归母净利润增长率	10.3%	3.5%	1.4%	1.3%	3.5%
非息收入占比	15.4%	15.3%	14.7%	13.2%	11.4%
成本收入比	26.2%	27.3%	24.0%	24.0%	24.0%
信贷成本	1.03%	0.83%	0.73%	0.68%	0.67%
所得税率	17.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
盈利能力 (%)					
NIM	2.11%	1.92%	1.65%	1.53%	1.47%
拨备前 ROAA	1.83%	1.62%	1.45%	1.32%	1.24%
拨备前 ROAE	20.4%	17.9%	16.8%	16.0%	15.9%
ROAA	1.02%	0.96%	0.87%	0.78%	0.72%
ROAE	12.5%	11.9%	11.1%	10.4%	10.1%
资本状况					
核心一级资本充足率	13.31%	14.04%	13.50%	12.90%	12.29%
资本充足率	18.02%	19.26%	18.13%	17.02%	15.94%
加权风险资产- (¥, mn)	21,690,349	22,225,272	25,017,861	28,181,448	31,761,516
% RWA/总资产	61.7%	56.1%	56.1%	56.1%	56.1%

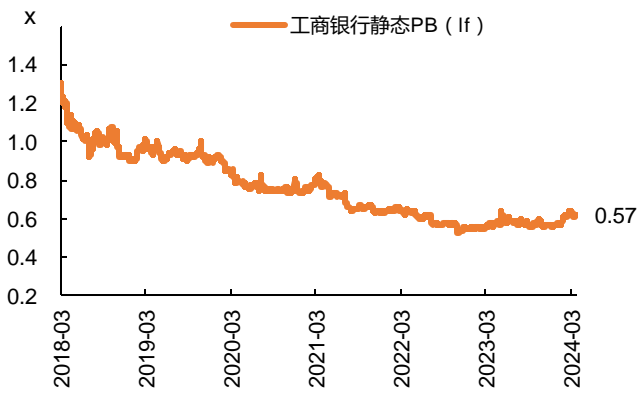
资料来源：公司公告，平安证券研究所

基于以上判断，预计公司 2023-2025 年营业净收入同比增速分别为 -3.7%/+2.5%/+5.9%，归母净利润增速分别为 1.4%/1.3%/3.5%，对应 EPS 分别为 1.03/1.04/1.08 元。

■ 估值水平比较

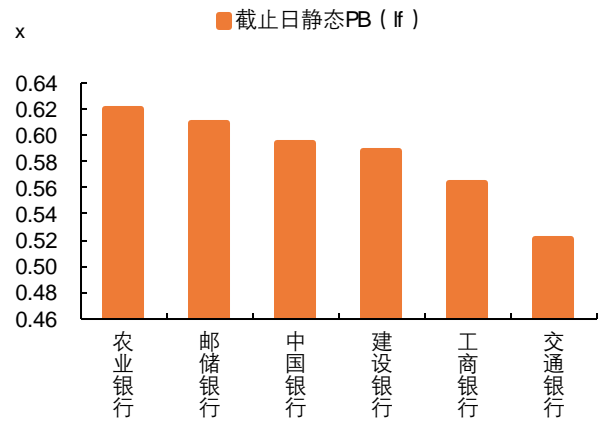
截至 2024 年 3 月 25 日，工行股价对应 23-25 年 PB 分别为 0.55x/0.51x/0.48x，整体估值水平位于上市国有大行平均水平。考虑到公司夯实的客户基础、突出的成本优势、稳健的资产质量以及持续完善综合化经营能力都是其持续稳健经营的基础，特别是随着“GBC+”战略红利的持续释放，用户粘性有望持续提高，公司市占率有望继续抬升，我们看好公司未来盈利质量的提升，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表50 工商银行估值水平持续下行



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表51 工商银行估值水平位于上市国有大行中游



资料来源: wind, 平安证券研究所

注: 截止日指2024年3月25日

五、 风险提示

- 1) 经济下行导致资产质量压力超预期变化。**银行受到宏观经济波动影响比较大，宏观经济走势对企业的经营状况，尤其是偿债能力带来显著影响，从而对银行的资产质量带来波动。如若未来经济修复的不确定性对工业生产效率造成影响，银行业的资产质量也将存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。
- 2) 利率下行导致净息差缩窄超预期。**目前降息的持续落地以及减费让利大背景下，银行资产端利率显著下行，未来若政策力度加大，或将对息差造成持续负面冲击。
- 3) 金融政策监管风险。**银行业务对监管政策敏感度高，相关监管政策的出台可能深刻影响行业当前的业务模式和盈利发展空间。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
贷款总额	23,266,403	26,291,035	29,708,870	33,571,023
证券投资	10,527,292	11,895,840	13,442,299	15,189,798
应收金融机构的款项	1,906,571	1,906,571	1,906,571	1,906,571
生息资产总额	38,455,403	43,287,296	48,761,111	54,955,544
资产合计	39,609,657	44,586,581	50,224,695	56,605,056
客户存款	29,870,491	34,052,360	38,819,690	44,254,447
计息负债总额	34,682,567	39,501,888	44,947,761	51,146,281
负债合计	36,095,831	40,795,051	46,172,689	52,283,407
股本	356,407	356,407	356,407	356,407
归母股东权益	3,495,171	3,771,400	4,030,494	4,298,705
股东权益合计	3,513,826	3,791,530	4,052,006	4,321,649
负债和股东权益合计	39,609,657	44,586,581	50,224,695	56,605,056

资产质量

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
NPLratio	1.38%	1.35%	1.34%	1.33%
NPLs	321,170	354,929	398,099	446,495
拨备覆盖率	209%	201%	189%	177%
拨贷比	2.89%	2.72%	2.53%	2.35%
一般准备/风险加权资	3.03%	2.85%	2.67%	2.49%
不良贷款生成率	0.64%	0.70%	0.70%	0.70%
不良贷款核销率	-0.52%	-0.56%	-0.55%	-0.55%

利润表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
净利息收入	693,687	672,958	702,688	760,713
净手续费及佣金收入	129,265	118,924	109,410	100,657
营业净收入	842,512	811,442	831,658	880,930
营业税金及附加	-10,100	-9,728	-9,970	-10,561
拨备前利润	604,984	609,155	624,277	661,133
计提拨备	-182,419	-180,885	-190,400	-211,988
税前利润	422,565	428,271	433,878	449,146
净利润	361,038	365,913	370,704	383,749
归母净利润	360,483	365,350	370,134	383,159

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营管理				
贷款增长率	12.3%	13.0%	13.0%	13.0%
生息资产增长率	13.3%	12.6%	12.6%	12.7%
总资产增长率	12.6%	12.6%	12.6%	12.7%
存款增长率	13.0%	14.0%	14.0%	14.0%
付息负债增长率	13.5%	13.9%	13.8%	13.8%
净利息收入增长率	0.4%	-3.0%	4.4%	8.3%
手续费及佣金净收入增长	-2.8%	-8.0%	-8.0%	-8.0%
营业收入增长率	-2.2%	-3.7%	2.5%	5.9%
拨备前利润增长率	-3.6%	0.7%	2.5%	5.9%
税前利润增长率	-0.5%	1.4%	1.3%	3.5%
净利润增长率	3.5%	1.4%	1.3%	3.5%
非息收入占比	15.3%	14.7%	13.2%	11.4%
成本收入比	27.3%	24.0%	24.0%	24.0%
信贷成本	0.83%	0.73%	0.68%	0.67%
所得税率	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
盈利能力				
NIM	1.92%	1.65%	1.53%	1.47%
拨备前 ROAA	1.62%	1.45%	1.32%	1.24%
拨备前 ROAE	17.9%	16.8%	16.0%	15.9%
ROAA	0.96%	0.87%	0.78%	0.72%
ROAE	11.9%	11.1%	10.4%	10.1%
流动性				
分红率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
贷存比	77.89%	77.21%	76.53%	75.86%
贷款/总资产	58.74%	58.97%	59.15%	59.31%
债券投资/总资产	26.58%	26.68%	26.76%	26.83%
银行同业/总资产	4.81%	4.28%	3.80%	3.37%
资本状况				
核心一级资本充足率	14.04%	13.50%	12.90%	12.29%
资本充足率(权重法)	19.26%	18.13%	17.02%	15.94%
加权风险资产(¥,mn)	22,225,272	25,017,861	28,181,448	31,761,516
RWA/总资产	56.1%	56.1%	56.1%	56.1%

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层