

工商银行(601398.SH)

息差收窄拖累营收，资产质量保持稳健

推荐（维持）

股价：5.36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/34.79%
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)	17,576
流通A股市值(亿元)	14,451
每股净资产(元)	9.55
资产负债率(%)	91.6

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】工商银行(601398.SH)*首次覆盖报告*行业中流砥柱，关注红利价值*推荐2024.03.26

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



事项：

3月27日，工商银行发布2023年年报，全年实现营业收入8430亿元，同比减少3.7%，实现归母净利润3640亿元，同比增长0.8%。年化加权平均ROE10.66%，较去年同期下降0.79个百分点。2023年年末总资产44.7万亿元，较上年末增长12.8%，其中贷款较上年末增长12.4%，存款较上年末增长12.2%。2023年公司利润分配预案为：每10股派息3.064元（含税），分红率31.3%。

平安观点：

■ 息差收窄拖累营收，其他非息收入表现亮眼。工商银行2023年全年营收同比负增3.73%（vs-3.55%，23Q1-3），息差收窄对于营收的拖累可见一斑，全年净利息收入（占营收比重77.7%）同比负增5.33%，负增缺口较前三季度进一步扩大0.61个百分点，主要是因为3季度末调降存量按揭贷款利率以及贷款需求的不足导致净利息收入增长略显乏力。非息收入方面，由于4季度债市的正向贡献，导致其他非息收入同比正增26.1%（vs+16.8%，23Q1-3），进而带动全年非息收入增速略有回暖，23年全年同比正增2.30%（vs+0.59%，23Q1-3）。手续费及佣金收入方面延续下行趋势，全年同比负增7.71%（vs-6.07%，23Q1-3），资本市场的波动导致居民财富管理需求略有减弱以及银行渠道降费带来的负面影响，导致零售理财管理类业务收入同比负增14.0%，对公理财业务收入同样下降16.9%，降幅较上半年皆有所扩大。从盈利水平来看，在资产质量保持平稳背景下，拨备的反哺成为平滑利润波动的重要因素，全年归母净利润同比增长0.79%（vs+1.17%，23Q1-3），整体保持稳健。

■ 贷款定价收益率延续下行，规模扩张保持“头雁”效应。工商银行2023年净息差为1.61%（vs1.67%，23Q1-3），延续下行趋势，主要是受到资产端定价水平下行的拖累。公司全年资产生息率为3.45%（vs3.56%，23H1），全年贷款收益率3.81%（vs3.95%，23H1），存量按揭贷款（占总贷款比重为24.1%）利率的调整、贷款需求不足和降息对于资产端定价的负面影响较为显著。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业净收入(百万元)	842,512	809,504	791,333	850,405	912,201
YOY(%)	-2.2	-3.9	-2.2	7.5	7.3
归母净利润(百万元)	360,483	363,993	365,888	380,437	400,618
YOY(%)	3.5	1.0	0.5	4.0	5.3
ROE(%)	11.9	11.1	10.4	10.0	9.9
EPS(摊薄/元)	1.01	1.02	1.03	1.07	1.12
P/E(倍)	5.3	5.2	5.2	5.0	4.8
P/B(倍)	0.61	0.56	0.52	0.49	0.46

从负债端成本来看，工行全年计息负债成本率与半年末持平于 2.04%，其中存款成本率较半年末下降 1BP 至 1.89%，能够看到的是公司全年定期存款占比较半年末上升 1.39 个百分点至 57.7%，在存款定期化趋势下保持负债端成本的平稳难能可贵，预计工行整体的存款成本仍处上市银行优势地位。综合来看，我们认为工行成本端的优势是其拥有更多资产摆布空间的基础，虽然贷款利率向上弹性略显薄弱，重定价以及降息压力预计仍将 对净息差持续施压，但工行稳健低风险的经营策略能够持续保持其资产质量的稳定进而为其提供稳健经营的基础。

规模方面仍保持稳健增长，23 年末总资产同比增长 12.8%，快于全行业资产增速 1.73 个百分点，其中贷款同比增长 12.4%。拆分贷款结构来看，对公贷款仍是支撑公司保持较快增长的重要原因，全年对公贷款同比增长 16.8%，持续快于全行平均水平。零售贷款相较之下增长略显乏力，23 年末同比增长 5.09%，主要是因为地产行业需求恢复不及预期以及提前还贷导致按揭贷款增长缓慢，全年同比负增 2.23%。负债端方面，存款同比增长 12.2%，延续较快增速水平。

- **资产质量压力整体可控，重点行业不良率有所下降。**工商银行 23 年末不良率环比持平 3 季度末于 1.36%，我们测算 23 年年化不良生成率较半年末下降 7BP 至 0.43%，绝对水平处于低位，资产质量压力整体可控。值得注意的是重点行业贷款不良率较半年末有所降低，对公房地产业贷款 23 年末不良率较半年末降低 1.31 个百分点至 5.37%，个人消费贷款 23 年末不良率较半年末降低 0.50 个百分点至 1.34%，重点行业的资产质量压力得到有效管控。前瞻性指标方面，23 年末关注率较半年末抬升 6BP 至 1.85%，23 年末逾期率较半年末抬升 9BP 至 1.27%，我们预计主要与延期还本付息政策到期后的小微资产质量的扰动相关，潜在资产压力相对可控。拨备水平方面，23 年末拨备覆盖率和拨贷比较 3 季度下降 2.25pct/4BP 至 214%/2.90%，虽有所下降但绝对水平仍较为充裕，风险抵补能力保持充足。
- **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，股息率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。考虑到今年以来重定价压力的集中释放以及利率下行背景下对于息差的负面影响，我们小幅下调公司 24-25 年盈利预测，并新增 26 年盈利预测，我们预计公司 24-26 年 EPS 分别为 1.03/1.07/1.12 元（原 24-25 年 EPS 分别为 1.04/1.08 元），盈利对应同比增速 0.5%/4.0%/5.3%（原 24-25 年盈利预测为 1.3%/3.5%），2024 年 3 月 27 日公司 A 股股价对应公司 24-26 年 PB 分别为 0.52x/0.49x/0.46x，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。2) 利率下行导致行业息差收窄超预期。3) 房企现金流压力加大引发信用风险抬升。

图表1 工商银行 2023 年报核心指标

	百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
利润表 (累计)	营业收入	227,596	447,494	651,268	843,070
	YoY	-1.1%	-2.3%	-3.55%	-3.73%
	利息净收入	168,412	336,987	501,526	655,103
	YoY	-4.8%	-3.9%	-4.72%	-5.33%
	中收收入	40,486	73,465	99,231	119,357
	YoY	-2.9%	-0.8%	-6.07%	-7.71%
	信用减值损失	65,022	122,255	147,815	150,816
	YoY	-8.2%	-8.7%	-12.73%	-17.44%
	拨备前利润	171,608	325,910	462,060	572,782
	YoY	-5.5%	-5.2%	-6.44%	-5.70%
归母净利润		90,164	173,744	268,673	363,993
	YoY	0.0%	1.2%	1.17%	0.79%
利润表 (单季)	营业收入	227,596	219,898	203,774	191,802
	YoY	-1.1%	-3.6%	-6.08%	-4.34%
	归母净利润	90,164	83,580	94,929	95,320
	YoY	0.0%	2.5%	1.10%	-0.26%
资产负债表	总资产	42,033,895	43,669,606	44,482,823	44,697,079
	YoY				12.84%
	贷款总额	24,525,205	25,291,921	25,782,254	26,086,482
	YoY				12.39%
	公司贷款	15,120,203	15,760,433	15,986,548	16,145,204
	占比	62%	62%	62%	62%
	零售贷款	8,399,804	8,475,915	8,622,398	8,653,621
	占比	34%	34%	33%	33%
	存款总额	31,529,659	32,898,307	33,474,470	33,521,174
	YoY				12.22%
活期存款		13,891,593		13,450,532	
占比		42%		40%	
定期存款		18,776,123		19,324,964	
占比		57%		58%	
财务比率 (%)	净息差	1.77	1.72	1.67	1.61
	贷款收益率		3.95		3.81
	存款成本率		1.90		1.89
	成本收入比	19.95	22.29	24.02	26.96
	ROE (年化)	11.22	10.51	10.56	10.66
资产质量指标 (%)	不良率	1.38	1.36	1.36	1.36
	关注率		1.79		1.85
	拨备覆盖率	213.57	218.62	216.22	213.97
	拨贷比	2.95	2.97	2.94	2.90
资本充足指标 (%)	核心一级资本充足率	13.70	13.20	13.39	13.72
	一级资本充足率	15.22	14.67	14.83	15.17
	资本充足率	18.79	18.45	18.79	19.10

资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
贷款总额	26,143,321	29,280,520	32,501,377	35,751,515
证券投资	11,849,668	13,390,125	14,996,940	16,796,573
应收金融机构的款	2,340,974	2,458,023	2,580,924	2,709,970
生息资产总额	43,619,868	48,863,561	54,266,058	59,897,523
资产合计	44,697,079	50,070,268	55,606,181	61,376,717
客户存款	33,521,174	37,543,715	41,673,524	45,840,876
计息负债总额	39,510,289	44,635,061	50,056,900	55,580,365
负债合计	40,920,491	46,036,897	51,310,079	56,803,948
股本	356,407	356,407	356,407	356,407
归母股东权益	3,756,887	4,012,330	4,273,690	4,548,915
股东权益合计	3,776,588	4,033,371	4,296,101	4,572,769
负债和股东权益合	44,697,079	50,070,268	55,606,181	61,376,717

资产质量

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
NPLratio	1.36%	1.34%	1.33%	1.32%
NPLs	353,502	392,359	432,268	471,920
拨备覆盖率	214%	202%	194%	188%
拨贷比	2.91%	2.71%	2.58%	2.49%
一般准备/风险加权资	3.07%	2.87%	2.74%	2.63%
不良贷款生成率	0.40%	0.50%	0.50%	0.50%
不良贷款核销率	-0.27%	-0.36%	-0.37%	-0.38%

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	655,013	646,390	705,463	763,964
净手续费及佣金收入	119,357	109,808	109,808	113,103
营业净收入	809,504	791,333	850,405	912,201
营业税金及附加	-10,662	-10,423	-11,201	-12,015
拨备前利润	572,782	559,952	601,662	645,294
计提拨备	-150,816	-135,788	-160,633	-180,870
税前利润	421,966	424,163	441,029	464,424
净利润	365,116	367,017	381,611	401,854
归母净利润	363,993	365,888	380,437	400,618

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营管理				
贷款增长率	12.4%	12.0%	11.0%	10.0%
生息资产增长率	13.4%	12.0%	11.1%	10.4%
总资产增长率	12.8%	12.0%	11.1%	10.4%
存款增长率	12.2%	12.0%	11.0%	10.0%
付息负债增长率	13.9%	13.0%	12.1%	11.0%
净利息收入增长率	-5.6%	-1.3%	9.1%	8.3%
手续费及佣金净收入增长	-7.7%	-8.0%	0.0%	3.0%
营业净收入增长率	-3.9%	-2.2%	7.5%	7.3%
拨备前利润增长率	-5.3%	-2.2%	7.4%	7.3%
税前利润增长率	-0.1%	0.5%	4.0%	5.3%
归母净利润增长率	1.0%	0.5%	4.0%	5.3%
非息收入占比	14.7%	13.9%	12.9%	12.4%
成本收入比	28.1%	28.1%	28.1%	28.1%
信贷成本	0.61%	0.49%	0.52%	0.53%
所得税率	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
盈利能力				
NIM	1.61%	1.41%	1.38%	1.35%
拨备前 ROAA	1.36%	1.18%	1.14%	1.10%
拨备前 ROAE	15.8%	14.4%	14.5%	14.6%
ROAA	0.86%	0.77%	0.72%	0.68%
ROAE	11.1%	10.4%	10.0%	9.9%
流动性				
贷存比	31.30%	31.30%	31.30%	31.30%
贷款/总资产	77.99%	77.99%	77.99%	77.99%
债券投资/总资产	58.49%	58.48%	58.45%	58.25%
银行同业/总资产	26.51%	26.74%	26.97%	27.37%
资本状况	5.24%	4.91%	4.64%	4.42%
核心一级资本充足率				
资本充足率(权重法)	13.72%	13.16%	12.70%	12.32%
加权风险资产(¥,mn)	19.10%	17.96%	17.03%	16.24%
RWA/总资产	24,641,631	27,603,886	30,655,851	33,837,165

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 2023 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