

评级：增持(维持)

市场价格：5.33

分析师 戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

分析师 邓美君

执业证书编号：S0740519050002

Email: dengmj@zts.com.cn

研究助理 杨超伦

Email: yangcl@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	843,392	809,504	776,842	760,865	762,453
增长率 yoy%	-2.10%	-4.00%	-4.00%	-2.10%	0.20%
净利润(百万元)	361,132	363,993	357,372	357,345	357,397
增长率 yoy%	3.70%	0.80%	-1.80%	0.00%	0.00%
每股收益(元)	1.00	1.01	0.99	0.99	0.99
每股现金流量					
净资产收益率	11.95%	11.12%	10.14%	9.48%	8.88%
P/E	5.33	5.28	5.38	5.38	5.38
PEG					
P/B	0.60	0.56	0.52	0.49	0.46

备注：股价截止 2024/4/3

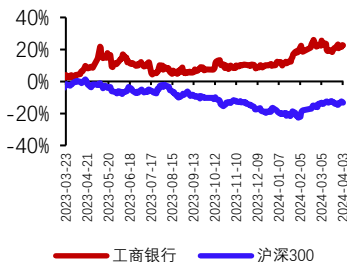
投资要点

- 年报综述：1、全年营收同比-4%，净利润同比+0.8%。净利息收入同比-5.3%（3Q23 同比-4.72%），降幅边际走阔，主要是息差扩大拖累。净非息收入同比上升 2.0%（3Q23 同比-1.93%），主要是其他非息收入带动，手续费仍是拖累因子。2、单季年化息差环比下行 12bp，主要受资产端拖累，资产收益率环比下行 16bp，负债端成本环比下降 4bp。3、资产负债：存贷维持同比高增；结构环比维持稳定。贷款：全年同比+12.4%，与 2022 年增速（12.3%）基本持平；存款：全年同比 12.1%，相较 2022 同比增速（12.8%）略有下滑，4Q23 单季存款环比下降 4,888 亿，符合季节规律。4、存贷款细拆：全年对公支撑投放更加明显；公私存款均实现较好增长。全年对公新增信贷占比 81%，比去年新增占比上升 16.4%。按揭持续拖累，信用卡较 2022 年改善。对公对私存款均实现较好增长，居民存款增速高于企业存款，同比分别增 13.9%和 10.5%。5、净非息同比增速边际转正（+2%）：净其他非息收入拉动。净手续费收入同比-7.7%，较 1-3 季度同比降幅增加。代理服务全年实现正增 3.0%。净其他非息收入同比高增 59.1%。6、资产质量：不良率、不良生成率同比下降；安全边际仍较高。不良率环比持平在 1.37%；关注类贷款占比同比小幅下行 10bp 至 1.85%，整体仍在低位，公司未来不良压力不大。不良净生成率环比降低 5bp 至 0.45%。逾期率 1.27%、较半年度微升 9bp。拨备覆盖率环比小幅下降 2.25 个百分点至 213.97%，拨贷比环比下降 0.04 个百分点至 2.90%，整体安全边际仍较高。7、其他：4Q23 单季年化成本收入比 38.54%，较去年同期下降 0.48%，管理费同比降低 0.11%。
- 投资建议：公司 2024E、2025E PB 0.52X/0.49X；PE 5.38X/5.38X，工商银行基本面稳健扎实，拥有优异夯实的客户基础、负债成本核心优势、稳健资产质量以及综合布局的金融服务体系，伴随“GBC+”战略逐渐深化，看好其持续的竞争力和高护城河。
- 注：根据已出年报，我们微调盈利预测，预计 2024-2025 年归母净利润为 3574 亿和 3573 亿（前值为 3915 亿和 4209 亿）。
- 风险提示：经济下滑超预期、公司经营不及预期。

基本状况

总股本(百万股)	356,406
流通股本(百万股)	269,612
市价(元)	5.33
市值(百万元)	1,899,645
流通市值(百万元)	1,437,033

股价与行业-市场走势对比



相关报告

内容目录

1、 营收同比-4%，净利润同比+0.8%，规模和拨备仍是主要贡献.....	- 4 -
2、 净利息收入环比-6.7%，单季年化净息差环比-12bp；负债端成本边际下降.....	- 5 -
3、 资产负债：存贷维持同比高增；结构环比维持稳定.....	- 5 -
4、 存贷款细拆：全年对公支撑投放更加明显；公私存款均实现较好增长.....	- 7 -
5、 净非息同比增速边际转正：净其他非息收入拉动.....	- 9 -
6、 资产质量：不良率、不良生成率同比下降；安全边际仍较高.....	- 10 -
7、 其他.....	- 11 -

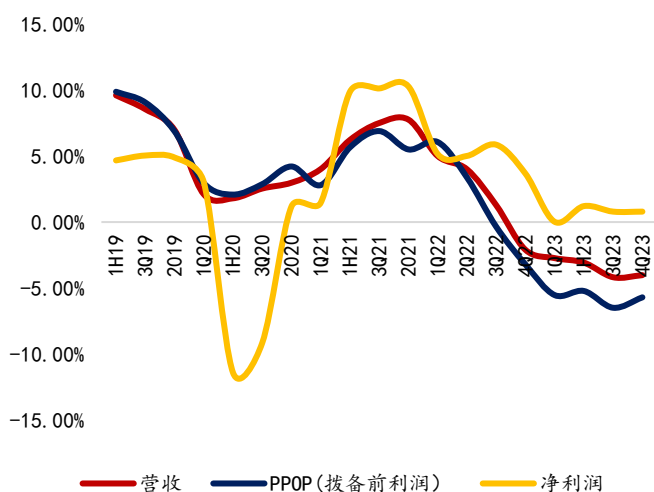
图表目录

图表 1: 工商银行业绩累积同比	- 4 -
图表 2: 工商银行业绩单季同比	- 4 -
图表 3: 工商银行业绩增长拆分 (累积同比)	- 4 -
图表 4: 工商银行业绩增长拆分 (单季环比)	- 4 -
图表 5: 工商银行单季年化净息差	- 5 -
图表 6: 工商银行日均余额单季年化付息收益率	- 5 -
图表 7: 工商银行资产负债增速和结构占比 (百万元)	- 6 -
图表 8: 工商银行比年初新增贷款占比	- 8 -
图表 9: 工商银行存量贷款占比	- 8 -
图表 10: 工商银行存款结构	- 9 -
图表 11: 工商银行非息收入细拆	- 9 -
图表 12: 工商银行手续费细拆	- 10 -
图表 13: 工商银行资产质量	- 10 -
图表 14: 工商银行盈利预测表	- 12 -

1、营收同比-4%，净利润同比+0.8%，规模和拨备仍是主要贡献

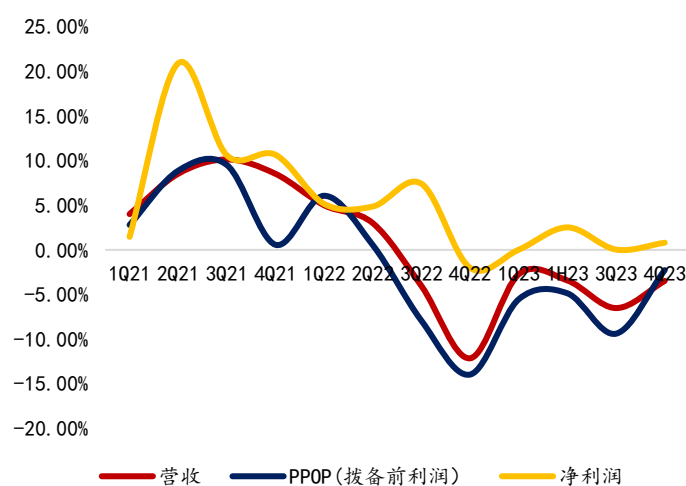
- 工商银行 2023 年全年营收同比下降 4%，净利润同比增 0.8%。全年净利息收入同比下降 5.3%（3Q23 同比-4.72%），净利息收入降幅边际走阔。净非息收入同比上升 2.0%（3Q23 同比-1.93%），主要是其他非息收入带动，手续费仍是拖累因子。1Q23-2023 营收、营业利润、归母净利润分别同比增长-2.7%/-3.1%/-4.2%/-4.0%、-5.5%/-5.2%/-6.5%/-5.7%、0.0%/1.2%/0.8%/0.8%。

图表 1：工商银行业绩累积同比



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 2：工商银行业绩单季同比



来源：公司财报，中泰证券研究所

- 2023 年业绩累积同比增长拆分：规模和拨备仍是主要正向因子，具体来看，正向贡献业绩因子为规模增长、净其他非息收入、拨备、税收。负向贡献因子为净息差、净手续费、成本。细看各项因子边际变化情况，对业绩贡献边际改善的是：1、规模对业绩的正向贡献边际增加 0.05 个点；2、拨备对业绩的正向贡献边际增加 1.7 个点；3、净其他非息收入对业绩的正向贡献边际增加 1 个点；4、成本负向贡献有所收敛，收窄 0.63 个点。对业绩贡献边际减弱的是：1、净息差负向贡献走阔 0.67 个点至-18.63%，是主要拖累项。2、税收对业绩贡献走弱 2.48 个点。3、净手续费收入正向贡献边际走弱 0.2 个点。

图表 3：工商银行业绩增长拆分（累积同比）

	4Q22	1Q23	1H23	3Q23	4Q23
规模增长	9.70%	13.39%	13.32%	13.24%	13.29%
净息差扩大	-9.51%	-18.18%	-17.21%	-17.96%	-18.63%

图表 4：工商银行业绩增长拆分（单季环比）

	4Q22	1Q23	1H23	3Q23	4Q23
规模增长	1.32%	3.54%	5.06%	2.82%	1.30%
净息差扩大	-7.07%	-1.86%	-4.96%	-5.21%	-8.02%

净手续费收入	-0.50%	0.40%	0.10%	-0.20%	-0.40%
净其他非息收入	-1.80%	1.70%	0.70%	0.70%	1.70%
成本	-1.11%	-2.80%	-2.15%	-2.31%	-1.68%
拨备	3.17%	1.72%	2.20%	3.34%	5.05%
税收	3.44%	4.31%	4.12%	3.96%	1.48%
税后利润	3.40%	0.50%	1.10%	0.81%	0.83%

净手续费收入	-2.00%	8.70%	-3.60%	-3.20%	-2.10%
净其他非息收入	-1.20%	4.70%	0.00%	-2.00%	2.90%
成本	-15.68%	36.45%	-6.62%	-4.18%	-12.72%
拨备	12.17%	-45.15%	1.15%	25.69%	16.09%
税收	11.83%	-10.14%	1.42%	-0.52%	2.57%
税后利润	-0.60%	-3.81%	-7.51%	13.41%	-0.02%

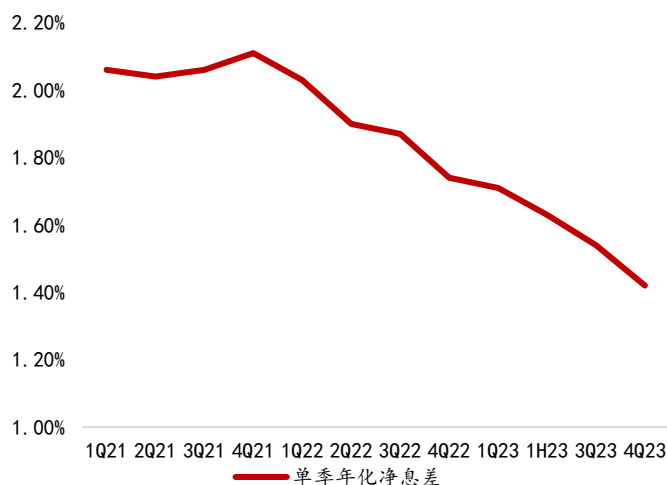
来源：公司财报，中泰证券研究所

来源：公司财报，中泰证券研究所

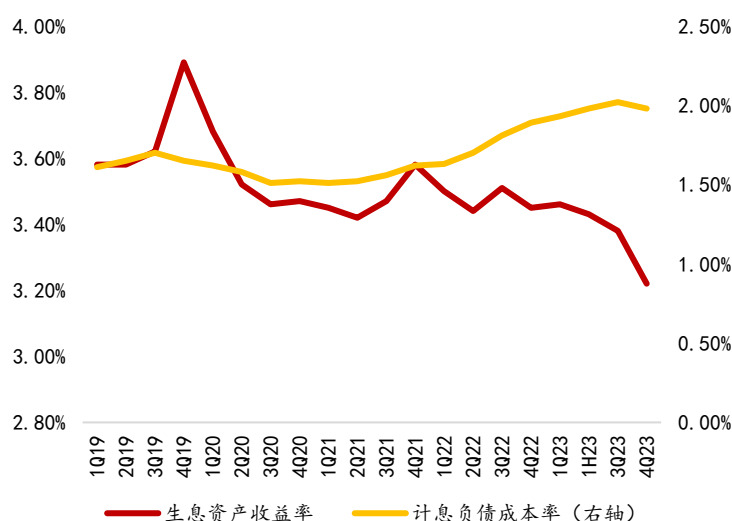
2、净利息收入环比-6.7%，单季年化净息差环比-12bp；负债端成本边际下降

- 净利息收入同比-5.3%，Q4单季净利息收入环比-6.7%，主要受息差下降拖累，单季年化息差环比下行12bp至1.42%。生息资产规模环比增0.7%。单季年化息差环比下行12bp，主要受资产端拖累，资产收益率环比下行16bp，负债端成本环比下降4bp。

图表 5：工商银行单季年化净息差



图表 6：工商银行日均余额单季年化付息收益率



来源：公司财报，中泰证券研究所

来源：公司财报，中泰证券研究所

3、资产负债：存贷维持同比高增；结构环比维持稳定

- 资产端：贷款同比增速稳定，对公主要支撑。**1、贷款：**全年同比+12.4%，与2022年增速（12.3%）基本持平；4Q23单季新增3,042亿，环比增1.2%，符合历年信贷投放节奏。从贷款细分结构看，4季度新增信贷主要还是由对公贷款和票据推动，全年新增贷款中个贷新增仅占14.5%，对公占80.6%，票据占4.8%。**2、债券投资和同业资产：**债券投资规模和同业资产环比分别增长2.9%和-20.3%，占比环比合计下降0.8个百分点至32.0%。**3、存放央行：**环比上升7.3%，占比较3Q23上升0.6个百分点至9.0%。

- **负债端：存款增长稳定，占比略有下降。1、存款：**全年同比 12.1%，相较于 2022 同比增速（12.8%）略有下滑，4Q23 单季存款环比下降 4,888 亿，符合季节规律。存款结构方面，企业活期、个人活期、企业定期、个人定期分别较 1H23 变动-6.22、+1.35、-2.16、3.58 个点。**2、主动负债：发债、同业负债增速上行。**4 季度发债规模环比+13.4%，占比环比上升 0.5 个百分点至 4.5%。同业负债环比增速提高，环比+11.8%，占比上升 1.2 个百分点至 11.7%。

图表 7：工商银行资产负债增速和结构占比（百万元）

同比增速	2021	1H22	2022	1Q23	1H23	3Q23	2023
资产端							
贷款	11.0%	11.7%	12.3%	13.5%	13.2%	12.5%	12.4%
对公	9.8%	10.0%	13.4%	16.9%	18.4%	17.0%	16.8%
个人	11.7%	7.4%	3.7%	4.1%	4.1%	4.7%	5.1%
票据	29.9%	176.3%	117.7%	67.3%	18.4%	16.2%	12.1%
债券投资	7.8%	15.0%	13.8%	15.7%	10.6%	13.4%	12.5%
同业资产	-18.1%	7.6%	27.6%	23.4%	33.7%	22.4%	21.0%
存放央行	-12.6%	-8.5%	10.7%	2.2%	9.8%	11.3%	18.3%
生息资产	6.0%	10.2%	13.2%	13.6%	13.4%	13.3%	13.3%
负债端							
存款	4.9%	9.8%	12.8%	14.3%	14.0%	12.8%	12.1%
对公	3.0%	10.2%	10.0%		11.1%		10.5%
个人	7.2%	9.7%	16.4%		17.7%		13.9%
发债	-4.6%	2.2%	18.5%	36.6%	38.0%	30.1%	37.0%
同业负债	6.2%	16.3%	17.5%	4.6%	2.8%	11.4%	18.2%
计息负债	4.7%	10.2%	13.5%	13.8%	13.5%	13.3%	13.7%
结构占比							
资产端							
贷款	60.0%	58.8%	59.5%	59.1%	58.7%	58.7%	59.0%
对公	35.4%	35.0%	35.4%	36.4%	36.6%	36.4%	36.5%
个人	23.1%	21.4%	21.1%	20.2%	19.7%	19.6%	19.6%
票据	1.5%	2.3%	2.9%	2.4%	2.5%	2.7%	2.9%
债券投资	26.9%	26.8%	27.0%	26.6%	26.1%	26.2%	26.8%
同业资产	4.3%	5.8%	4.9%	5.8%	6.8%	6.6%	5.2%
存放央行	8.8%	8.7%	8.6%	8.5%	8.4%	8.4%	9.0%
生息资产							
负债端							
存款	85.5%	85.3%	85.0%	85.3%	85.7%	85.5%	83.8%
对公	43.7%	44.0%	42.4%		43.1%		41.2%
个人	41.0%	40.5%	42.0%		42.0%		42.1%
发债	3.5%	3.3%	3.7%	3.9%	4.0%	4.0%	4.5%
同业负债	10.9%	11.4%	11.3%	10.8%	10.3%	10.6%	11.7%
计息负债							
单季新增							
单季新增贷款	241,766	738,439	300,626	1,314,829	766,716	490,333	304,228
单季新增对公	-82,909	373,779	161,821	1,293,237	640,230	226,115	158,656
单季新增个贷	184,164	73,842	1,909	163,243	76,111	146,483	31,223
单季新增票据	140,511	290,818	138,832	-143,587	50,375	117,735	114,349
单季新增存款	-428,898	1,272,504	-252,846	2,113,734	1,368,648	576,163	-488,789
半年度新增对公	-183,206	1,555,927	-216,236		1,874,048		-335,274
半年度新增个人	10,808	1,203,463	843,875		1,577,208		443,054
比年初新增占比新增总贷款							
对公	53.5%	66.6%	64.2%	98.4%	92.9%	84.0%	80.6%
个贷	40.6%	11.6%	11.5%	11.4%	11.5%	15.0%	14.5%
比年初新增占比新增总存款							
对公	31.9%	55.8%	40.2%		53.8%		43.1%
个人	69.0%	43.2%	61.4%		45.3%		56.6%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

4、存贷款细拆：全年对公支撑投放更加明显；公私存款均实现较好增长

- 信贷投向分析：全年对公新增信贷占比 81%，比去年新增占比上升 16.4%。**
 - 对公贷款新增投向以政信类为主。租赁商服新增占比同比去年提升 5.0%。
 - 零售新增占比 14.6%，消费贷、经营贷占比增加，按揭持续拖累，信用卡较 2022 年改善。个人按揭贷款受到房地产市场影响新增占比同比持续下降 7.7%至-5.0%。信用卡新增占比由负转正，同比增加 3.8 个百分点至 1.7%，消费贷新增占比涨至 3.3%，经营性贷款为 14.5%。
 - 全年票据贴现新增占比大幅下降至 4.8%，同比下降了 19.6 个百分点。

图表 8：工商银行比年初新增贷款占比

新增贷款分析	2019	2020	2021	1H22	2022	1H23	2023
农、林、牧、渔业							
制造业	6.4%	3.4%	4.1%	13.6%	10.5%	21.2%	13.5%
建筑业	1.5%	0.4%	2.5%	4.9%	1.9%	4.8%	2.5%
采掘业	-1.8%	0.5%	1.0%	1.3%	0.9%	3.3%	2.7%
房地产业	4.3%	2.7%	-1.3%	0.6%	1.7%	2.4%	1.3%
交通运输、仓储和邮政业	17.5%	19.1%	17.5%	11.2%	13.4%	13.3%	14.8%
电力、燃气及水的生产和供应企业	1.2%	3.4%	3.3%	3.9%	6.3%	7.6%	13.1%
金融业	0.4%	0.6%	2.3%	5.7%	8.9%	5.8%	1.8%
批发和零售业	-6.6%	0.7%	0.5%	5.2%	1.9%	6.9%	5.2%
租赁和商务服务业	8.0%	14.2%	10.9%	10.9%	9.5%	15.3%	14.5%
旅游服务业 (eg: 住宿餐饮等)							
信息传输、计算机服务和软件							
科研、技术服务和地质勘查业							
水利、环境和公共设施管理业	10.4%	13.5%	10.4%	6.2%	5.6%	8.4%	7.4%
居民服务和其他服务业							
卫生、社会保障和社会服务业	2.6%	2.2%	2.0%	1.8%	2.2%	1.8%	1.5%
文化教育、体育和娱乐业							
投资管理							
综合性企业							
其它	-3.9%	1.1%	0.4%	1.5%	1.3%	2.2%	2.6%
对公贷款	40.0%	61.6%	53.5%	66.6%	64.2%	92.9%	80.6%
个人按揭贷款	43.0%	30.2%	31.1%	5.2%	2.7%	-2.8%	-5.0%
信用卡	3.8%	0.2%	0.5%	-2.0%	-2.1%	0.5%	1.7%
消费贷款	-0.8%	-0.5%	0.2%	1.4%	1.8%	1.4%	3.3%
经营性贷款	9.7%	9.4%	8.9%	7.1%	9.0%	12.4%	14.5%
个人贷款	55.7%	39.3%	40.6%	11.6%	11.4%	11.6%	14.6%
贴现票据	4.3%	-0.8%	6.0%	21.7%	24.4%	-4.5%	4.8%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 9：工商银行存量贷款占比

占总贷款	2019	2020	2021	1H22	2022	1H23	2023
基建类	32.8%	34.6%	35.3%	35.1%	35.3%	36.0%	36.9%
房地产类	5.4%	5.2%	4.5%	4.2%	4.2%	4.1%	3.9%
建筑类	1.7%	1.6%	1.7%	1.9%	1.7%	1.9%	1.8%
批发零售	3.2%	3.0%	2.7%	2.9%	2.6%	3.0%	2.9%
制造业	9.9%	9.2%	8.7%	9.1%	8.9%	9.9%	9.4%
其他	6.3%	6.1%	6.1%	6.4%	6.9%	7.4%	7.1%
合计	59.4%	59.6%	59.0%	59.6%	59.6%	62.3%	61.9%
占对公贷款	2019	2020	2021	1H22	2022	1H23	2023
基建类	55.3%	58.0%	59.9%	58.9%	59.2%	57.8%	59.5%
房地产类	9.1%	8.6%	7.6%	7.1%	7.1%	6.5%	6.3%
建筑类	2.9%	2.6%	2.8%	3.2%	2.8%	3.1%	2.9%
批发零售	5.4%	4.9%	4.6%	4.9%	4.4%	4.8%	4.7%
制造业	16.6%	15.5%	14.8%	15.2%	15.0%	15.9%	15.2%
其他	10.7%	10.3%	10.3%	10.8%	11.6%	11.9%	11.4%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **存款情况分析：全年存款定期化进一步加深，对公对私存款均实现较好增长。** 1、从期限维度来看，定期存款全年同比增加 27.6%，占比较年初上升 7.1 个百分点至 58.6%，Q4 定期存款占比环比上升 0.5 个点；活期存款增速同比下降 4.4%，占比较年初下降至 40.78%。2、从客户维度来看，对公对私存款均实现较好增长，居民存款增速高于企业存款，同比分别增 13.9%和 10.5%，占比分别变动+1.2%、-1.2%至 50.2%、49.1%。

图表 10：工商银行存款结构

	同比					占比				
	2020	2021	2022	1H23	2023	2020	2021	2022	1H23	2023
活期存款	14.4%	2.2%	8.9%	2.3%	-4.4%	50.88%	49.55%	47.82%	42.23%	40.78%
定期存款	4.44%	7.97%	17.38%	25.06%	27.57%	48.07%	49.49%	51.50%	57.07%	58.59%
居民存款	11.3%	7.2%	16.4%	17.7%	13.9%	46.89%	47.92%	49.45%	49.01%	50.22%
企业存款	7.6%	3.0%	10.1%	11.1%	10.5%	52.06%	51.12%	49.87%	50.29%	49.14%
总存款	9.4%	4.9%	12.8%	14.0%	12.1%					

资料来源：公司报告，中泰证券研究所

5、净非息同比增速边际转正：净其他非息收入拉动

- **净非息收入同比增加 2.0%。** 1、净手续费收入同比-7.7%，较 1-3 季度同比降幅增加。代理服务全年实现正增 3.0%，占比较年初+0.1 个百分点至 1.4%。2、净其他非息收入同比高增 59.1%，有 22 年年末债市波动导致的低基数影响。

图表 11：工商银行非息收入细拆

	2020	2021	2022	1Q23	1H23	3Q23	2023
累积同比							
净非息收入	6.0%	11.9%	-11.3%	4.8%	0.0%	-1.9%	2.0%
净手续费收入	0.5%	1.4%	-2.8%	-2.9%	-3.4%	-6.1%	-7.7%
净其他非息收入	59.3%	76.0%	-41.5%	53.8%	14.7%	18.8%	59.1%
占比营收							
净非息收入	19.1%	19.8%	18.0%	23.1%	21.7%	19.9%	19.1%
净手续费收入	16.4%	15.4%	15.3%	18.5%	17.1%	15.9%	14.7%
净其他非息收入	2.7%	4.4%	2.6%	4.6%	4.6%	4.0%	4.3%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表 12：工商银行手续费细拆

	同比增速					结构占比				
	2020	2021	2022	1H23	2023	2020	2021	2022	1H23	2023
净手续费收入	0.5%	1.4%	-2.8%	-3.4%	-7.7%					
手续费及佣金收入	0.2%	1.4%	-2.0%	-1.5%	-5.4%					
汇款及结算	4.8%	5.6%	10.1%	0.9%	-0.1%	26.7%	27.8%	31.2%	29.6%	32.9%
代理服务(基金与资产管理代销)	1.7%	11.8%	4.8%	8.2%	3.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.7%	1.4%
信贷承诺及贷款业务佣金	-6.8%	-3.4%	-9.8%	-12.0%	-17.1%	6.9%	6.6%	6.0%	7.1%	5.3%
银行卡手续费	-14.4%	-10.4%	6.3%	17.9%	1.0%	12.7%	11.2%	12.2%	12.4%	13.0%
信托服务	9.2%	0.0%	-10.5%	-11.4%	-15.0%	30.8%	30.4%	27.7%	25.4%	24.9%
投资银行	-10.1%	4.5%	-12.6%	5.4%	2.4%	14.6%	15.1%	13.4%	16.6%	14.6%
托管及其他受托业务佣金	7.7%	15.8%	-0.3%	-4.7%	-8.2%	5.1%	5.9%	6.0%	5.3%	5.8%
其他	16.2%	-4.7%	11.5%	-8.5%	-9.6%	2.1%	2.0%	2.2%	1.9%	2.1%
手续费及佣金支出	-2.1%	1.6%	5.0%	17.0%	12.4%					

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

6、资产质量：不良率、不良生成率同比下降；安全边际仍较高

- 工商银行资产质量保持优异。多维度看：1、不良维度——不良率保持低位，不良净生成率环比下行。** 4 季度公司不良率保持与 3 季度相同，仍为 1.36%；从未来不良压力看，关注类贷款占比同比小幅下行 10bp 至 1.85%，整体仍在低位，公司未来不良压力不大。不良净生成率环比降低 5bp 至 0.45%。
 2、逾期维度——逾期指标总体稳定。 逾期率 1.27%、较半年度微升 9bp；逾期占比不良 93.47%，较半年度提升 6.87%，仍在百分百内，对不良认定维持在严格水平。
 3、拨备维度——风险抵补基本保持稳定。 拨备对不良的覆盖程度环比小幅下降 2.25 个百分点至 213.97%，拨贷比环比下降 0.04 个百分点至 2.90%，整体安全边际仍较高。

图表 13：工商银行资产质量

	2020	2021	2022	1Q23	1H23	3Q23	2023	环比变动	同比变动
不良维度									
不良率	1.58%	1.42%	1.38%	1.38%	1.36%	1.36%	1.36%	0.00%	-0.02%
不良净生成率（累计年化）	1.04%	0.54%	0.55%	0.57%	0.52%	0.50%	0.45%	-0.05%	-0.10%
不良核销转出率	50.10%	34.36%	29.02%	20.91%	23.75%	24.13%	22.73%	-1.40%	-6.29%
关注类占比	2.21%	1.99%	1.95%		1.79%		1.85%		-0.10%
(关注+不良)/贷款总额	3.79%	3.41%	3.33%		3.15%		3.21%		-0.12%
(关注+不良)净生成率	9.62%	8.18%	8.10%		8.43%		7.59%		-0.51%
逾期维度								比半年度变动	同比变动
逾期率	1.44%	1.23%	1.22%	N.A.	1.18%	N.A.	1.27%	0.09%	0.05%
逾期90天以上/贷款总额	0.90%	0.88%	0.82%	N.A.	0.75%	N.A.	0.86%	0.11%	0.04%
逾期净生成率（单季年化）	1.10%	0.66%	0.57%		1.17%	0.00%	0.49%	-0.68%	-0.09%
逾期90天以上净生成率（单季年化）	0.87%	0.58%	0.46%		1.05%	0.00%	0.49%	-0.56%	0.03%
逾期/不良	91.00%	86.87%	88.44%	N.A.	86.60%	N.A.	93.47%	6.87%	5.03%
逾期90天以上/不良贷款余额	57.33%	62.18%	59.23%	N.A.	55.24%	N.A.	63.14%	7.90%	3.91%
拨备维度								环比变动	同比变动
信用成本（累积）	0.97%	0.86%	0.65%	N.A.	0.90%	N.A.	0.58%		
拨备覆盖率	180.68%	205.84%	209.47%	213.57%	218.62%	216.22%	213.97%	-2.25%	4.50%
拨备/贷款总额	2.85%	2.92%	2.90%	2.94%	2.97%	2.94%	2.90%	-0.04%	0.00%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

7、其他

- **成本收入比同比上升，管理费同比下降。** 4Q23 单季年化成本收入比 38.54%，较去年同期下降 0.48%，累积管理费同比降低 0.11%，较 1-3 季度的同比增速由正转负。
- **核心一级资本充足率环比下降。** 4Q23 核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 13.72%、15.17%、19.10%，环比+33bp、+34bp、+31bp，其中加权风险资产环比上升 0.5%、生息资产环比+0.4%。
- **前十大股东变动：1、新进：** 和谐健康保险股份有限公司-万能新进持股 0.1%；华泰柏瑞沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金新晋持股 0.07%。**3、增持：** 中央汇金投资有限责任公司增持 0.08%至 34.79%；上证 50 交易型开放式指数证券投资基金增持 0.03%至 0.12%。
- **投资建议：** 公司 2024E、2025E PB 0.52X/0.49X；PE 5.38X/5.38X，工商银行基本面稳健扎实，拥有优异夯实的客户基础、负债成本核心优势、稳健资产质量以及综合布局的金融服务体系，伴随“GBC+”战略逐渐深化，看好其持续的竞争力和高护城河。
- **注：** 根据已出年报，我们微调盈利预测，预计 2024-2025 年归母净利润为 3574 亿和 3573 亿（前值为 3915 亿和 4209 亿）。
- **风险提示：** 经济下滑超预期、公司经营不及预期。

图表 14: 工商银行盈利预测表

每股指标	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
PE	5.28	5.38	5.38	5.38	净利息收入	655,013	624,175	609,826	609,477
PB	0.56	0.52	0.49	0.46	手续费净收入	119,357	115,776	112,303	112,303
EPS	1.01	0.99	0.99	0.99	营业收入	809,504	776,842	760,865	762,453
BVPS	9.55	10.23	10.94	11.65	业务及管理费	(227,266)	(209,747)	(201,629)	(198,238)
每股股利	0.31	0.30	0.30	0.30	拨备前利润	572,782	557,684	549,121	553,287
盈利能力	2023A	2024E	2025E	2026E	拨备	(150,816)	(143,110)	(136,817)	(143,125)
净息差	1.57%	1.36%	1.22%	1.13%	税前利润	421,966	414,574	412,304	410,162
贷款收益率	3.86%	3.64%	3.55%	3.50%	税后利润	365,116	358,607	358,704	358,892
生息资产收益率	3.38%	3.22%	3.16%	3.11%	归属母公司净利润	363,993	357,372	357,345	357,397
存款付息率	1.89%	1.95%	2.00%	2.01%	资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
计息负债成本率	2.03%	2.08%	2.12%	2.12%	贷款总额	26,086,482	28,955,995	31,851,595	34,718,239
ROAA	0.86%	0.77%	0.70%	0.63%	债券投资	11,849,668	13,034,635	14,338,099	15,485,147
ROAE	11.12%	10.14%	9.48%	8.88%	同业资产	2,300,460	1,955,391	1,662,082	1,412,770
成本收入比	28.07%	27.00%	26.50%	26.00%	生息资产	44,212,204	47,790,502	52,017,546	56,240,161
业绩与规模增长	2023A	2024E	2025E	2026E	资产总额	44,697,079	48,667,431	53,669,558	59,283,317
净利息收入	-5.3%	-4.7%	-2.3%	-0.1%	存款	32,985,681	36,614,106	40,641,658	45,112,240
营业收入	-4.0%	-4.0%	-2.1%	0.2%	同业负债	4,619,338	4,850,305	5,335,336	5,868,870
拨备前利润	-5.7%	-2.6%	-1.5%	0.8%	发行债券	1,754,975	1,842,724	1,934,860	2,128,346
归属母公司净利润	0.8%	-1.8%	0.0%	0.0%	计息负债	39,359,994	43,307,135	47,911,854	53,109,456
净手续费收入	-7.7%	-3.0%	-3.0%	0.0%	负债总额	40,920,491	44,646,531	49,393,664	54,752,016
贷款余额	12.39%	11.00%	10.00%	9.00%	股本	356,407	356,407	356,407	356,407
生息资产	13.3%	8.1%	8.8%	8.1%	归属母公司股东权益	3,756,887	3,999,229	4,252,056	4,505,079
存款余额	12.1%	11.0%	11.0%	11.0%	所有者权益总额	3,776,588	4,020,900	4,275,894	4,531,301
计息负债	13.7%	10.0%	10.6%	10.8%	资本状况	2023A	2024E	2025E	2026E
资产质量	2023A	2024E	2025E	2026E	资本充足率	19.10%	18.79%	18.65%	18.47%
不良率	1.36%	1.34%	1.33%	1.34%	核心资本充足率	13.72%	13.76%	13.90%	13.99%
拨备覆盖率	213.0%	210.0%	202.0%	193.0%	杠杆率	11.27	11.84	12.10	12.55
拨贷比	2.90%	2.81%	2.69%	2.59%	RORWA	1.55%	1.42%	1.34%	1.26%
不良净生成率	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%	风险加权系数	54.41%	53.47%	51.40%	49.32%

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。