

2024年05月09日

增持（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

数据日期	2024/05/09
收盘价	5.38
总股本(万股)	35,640,626
流通A股/B股(万股)	26,961,221/0
资产负债率(%)	91.86%
市净率(倍)	0.55
净资产收益率(加权)	2.52
12个月内最高/最低价	5.64/4.52



相关研究

《工商银行（601398）：规模增长体现头雁效应，资产质量扎实——公司简评报告》2024.04.07

工商银行（601398）：信贷增速小幅放缓，息差降幅明显收窄

——公司简评报告

投资要点

事件：公司发布2024年一季度报告。Q1，公司实现营业收入2198.43亿元（-3.41%，YoY），实现归母净利润876.53亿元（-2.78%，YoY）。Q1末，公司总资产规模为47.60万亿元（+13.24%，YoY），不良贷款率为1.36%（持平，QoQ），不良贷款拨备覆盖率为216.31%（+2.34pct，QoQ）。

- 信贷增速放缓，结构分化小幅收敛。**Q1末，工商银行总资产同比增长13.24%至47.6万亿元，增速较2023年Q4末小幅提升（图1所示）。总资产增速提升主要是由于买入返售资产快速增长所致，贷款及金融投资增速与行业趋势一致，有所放缓。Q1末，贷款总额（不含应计利息）同比增长11.60%至27.37万亿元，增速较2023Q4末放缓0.78个百分点，体现淡化增量的信贷导向。结构上来看，Q1对公贷款、个人贷款、票据贴现分别新增12772、新增2132、减少2067亿元（图2所示），较去年同期少增160、多增500、多减632亿元（图3所示）。对公小幅少增或是由于盘活存量过程中低效投资领域增长放缓，以及淡化增量导向下投放力度放缓。个人贷款多增或是由于消费及住房需求仍放缓的背景下继续加大普惠领域贷款投放力度。票据贴现多减或主要是信贷投放压力不大，冲量动机减弱。受存款回表高基数及信用派生边际放缓影响，Q1末工商银行客户存款总额（不含应计利息）增速较2023Q4末放缓2.61个百分点至9.53%，规模达34.53万亿元（图4所示）。
- 负债成本上行压力明显缓解，净息差降幅明显收窄。**Q1工商银行单季度净息差1.48%，同比下降22bp（图5所示），降幅明显收窄（VS 2023年各季度息差降幅区间为29bp~33bp），主要是由于负债端压力明显缓解。资产端，受LPR重定价影响，测算生息率同比下降约25bp至3.25%；负债端，随着重定价逐步渗透，存款降息效果体现，成本上行压力进一步明显缓解，测算Q1付息率同比上升约2bp至1.98%，升幅大幅收窄（VS 2023年存款定期化加剧，各季度付息率升幅区间为9bp~31bp）。环比来看，Q1净息差较2024年Q4提升4bp，预计主要是因为资产端收益率季节性回升，这与Q1工商银行在策略上更注重零售等高收益率资产投放有关，测算Q1生息率环比提升7bp至3.25%。
- 中间业务收入仍然承压，投资交易收入受益于债市行情实现快速增长。**Q1，公司实现手续费及佣金净收入393.42亿元，同比下降2.83%，连续6个季度下降，预计主要是受资本市场以及资管费率改革影响。当前居民风险偏好、资本市场表现恢复较慢，中间业务收入恢复进程慢于预期。值得注意的是，现阶段资本市场表现较为正向，资管费率改革影响亦逐步消化，对中间业务收入改善有积极意义。受益于良好债市行情，Q1工商银行实现投资收益+公允价值变动损益142.34亿元，同比增长18.60%。
- 资产质量稳健，计提力度环比提升，控费保持较强度。**受益于良好客户基础，工商银行资产质量保持稳健。Q1末不良贷款率为1.36%，环比持平，保持近年最低水平。不良贷款拨备覆盖率为216.31%，环比上升2.34个百分点，贷款拨备率为2.94%，环比上升4bp。拨备覆盖水平提升主要是由于计提力度环比明显提升，Q1计提资产减值损失600.75亿元，同比下降7.61%，降幅较2023年下半年明显收窄（VS 2023Q3与Q4分别同比下降28.52%与76.99%），受此影响，信用成本回升至0.22%（VS 2023Q3与Q4分别为0.10%与0.01%），贷款减值准备环比增加458.77亿元（VS 2023Q3与Q4分别环比增加55.63亿元与减少3.68亿元）。Q1，工商银行产生业务及管理费用456.85亿元，同比小幅度增长0.60%，对应成本收入比20.78%，保持较低水平。

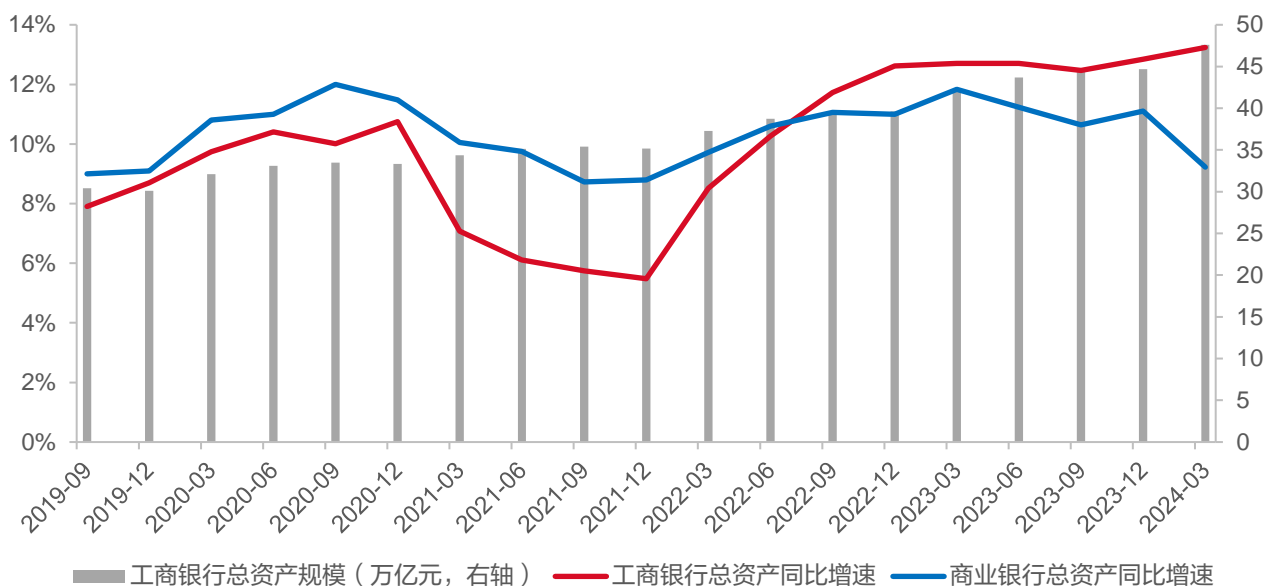
- **盈利预测与投资建议：**增量与结构更平衡的信贷导向下，公司规模增长预计进一步放缓。降息效果在重定价中逐步体现，资产收益率预计进一步收窄，同时，随着存款降息重定价推进，负债端成本率有望改善进而缓冲息差下行压力，预计公司净息差继续收窄但斜率放缓。公司客户基础良好，风险出清较彻底，在宏观经济放缓时保持良好韧性，预计公司资产质量保持稳中有进。Q1公司息差、规模增长好于我们预期，此外，我们优化重定价节奏模型，相应调整盈利预测，预计公司2024-2026年营业收入分别为8325、8552、8992亿元（原预测为8311、8807、9203亿元），对应增速为-1.25%、2.72%与5.15%，归母净利润分别为3648、3727、3889亿元（原预测为3607、3774、3955亿元），对应增速分别为0.22%、2.17%与4.35%。期末归属于普通股股东每股净资产为10.28、10.94与11.64元，对应5月9日收盘价5.38元的PB分别为0.52、0.49与0.46倍。公司经营稳健、客户基础良好，分红比例稳定，维持“增持”评级。
- **风险提示：**普惠领域资产质量大幅恶化，贷款利率大幅下行，存款定期化加剧。

盈利预测与估值简表

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	8431	8325	8552	8992
同比增速	-3.73%	-1.25%	2.72%	5.15%
归母净利润（亿元）	3640	3648	3727	3889
同比增速	0.97%	0.22%	2.17%	4.35%
净息差（测算值）	1.57%	1.41%	1.33%	1.32%
不良贷款率	1.36%	1.37%	1.37%	1.36%
不良贷款拨备覆盖率	213.97%	220.32%	216.25%	216.07%
ROE	10.04%	9.33%	8.93%	8.76%
每股盈利（元）	1.02	1.02	1.05	1.09
PE（倍）	5.27	5.26	5.14	4.93
每股净资产（元）	9.55	10.28	10.94	11.64
PB（倍）	0.56	0.52	0.49	0.46

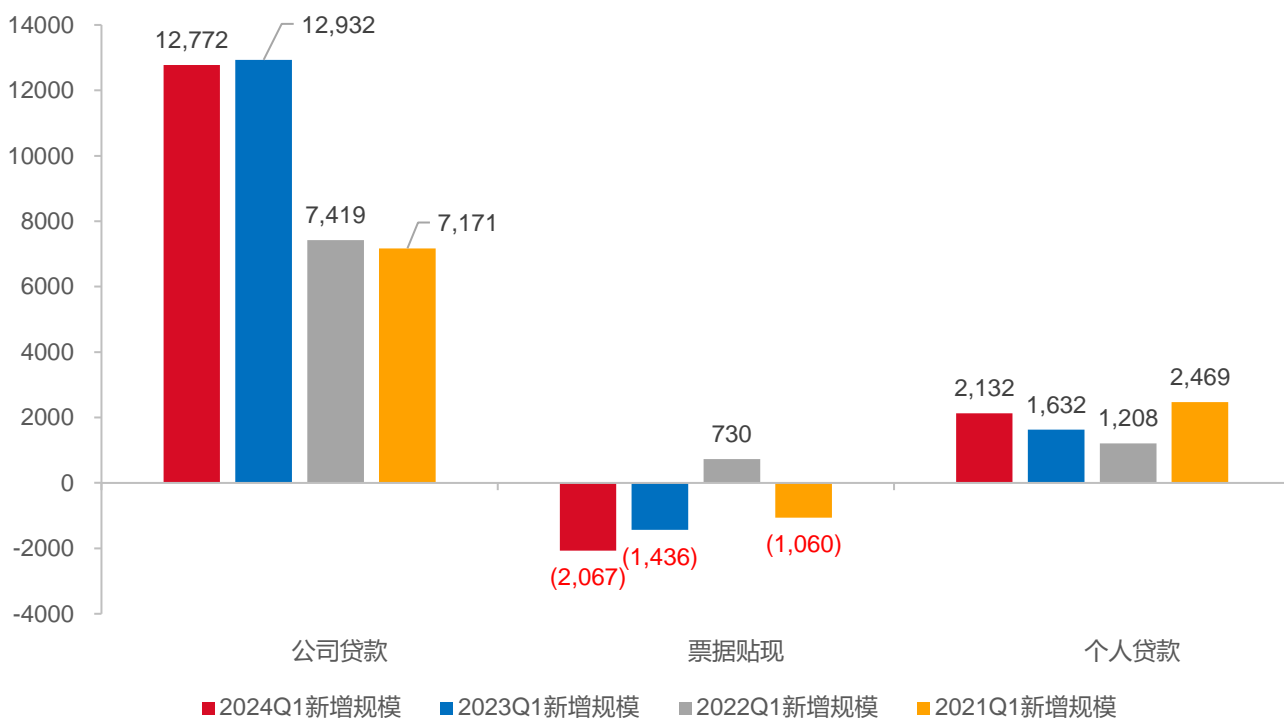
资料来源：公司定期报告，iFinD，东海证券研究所（截至2024年5月9日收盘）

图1 2024Q1 工商银行总资产保持较快增长，总资产规模单位：万亿元



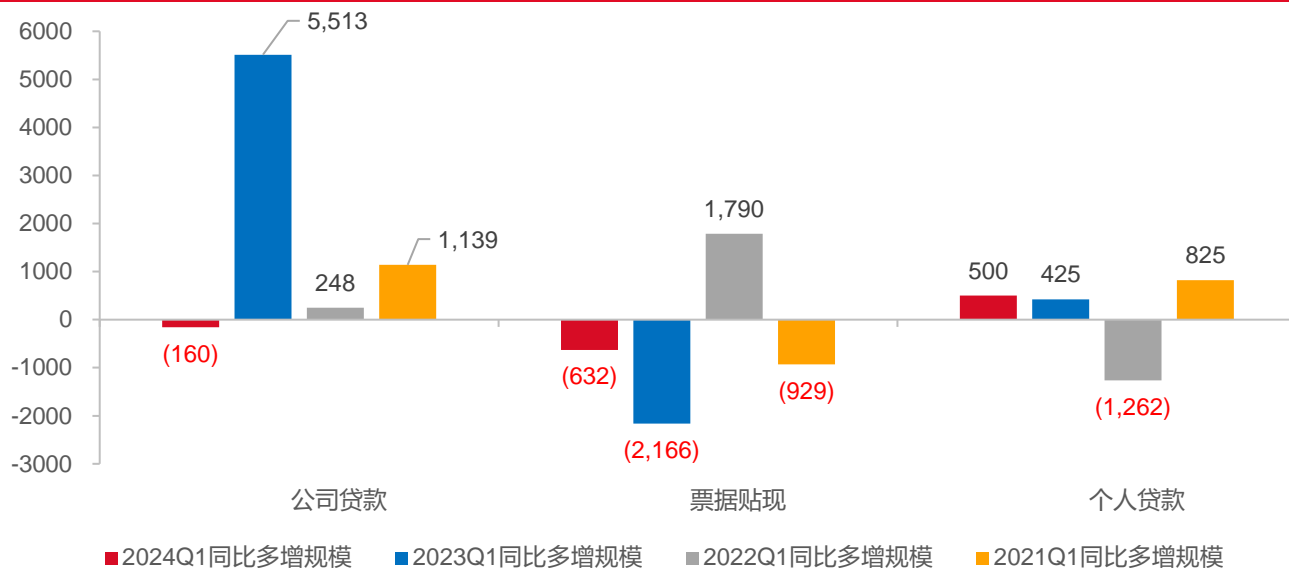
资料来源：工商银行定期报告，东海证券研究所

图2 2024Q1 工商银行贷款新增规模结构，单位：亿元



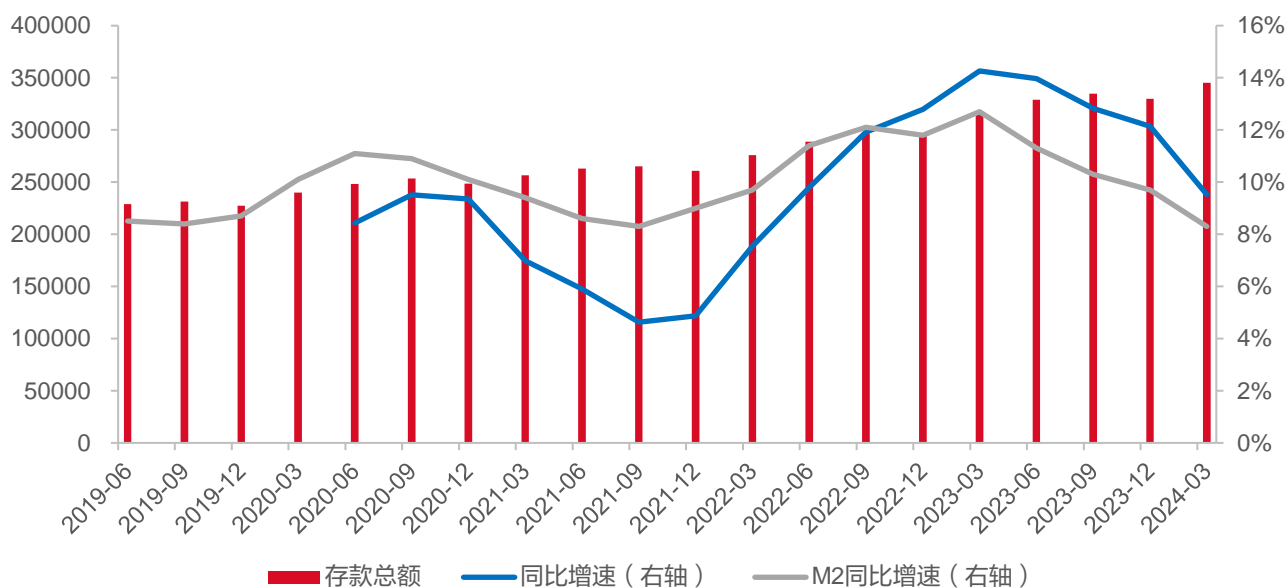
资料来源：工商银行定期报告，东海证券研究所

图3 2024Q1，工商银行对公贷款小幅少增、个人贷款多增，单位：亿元



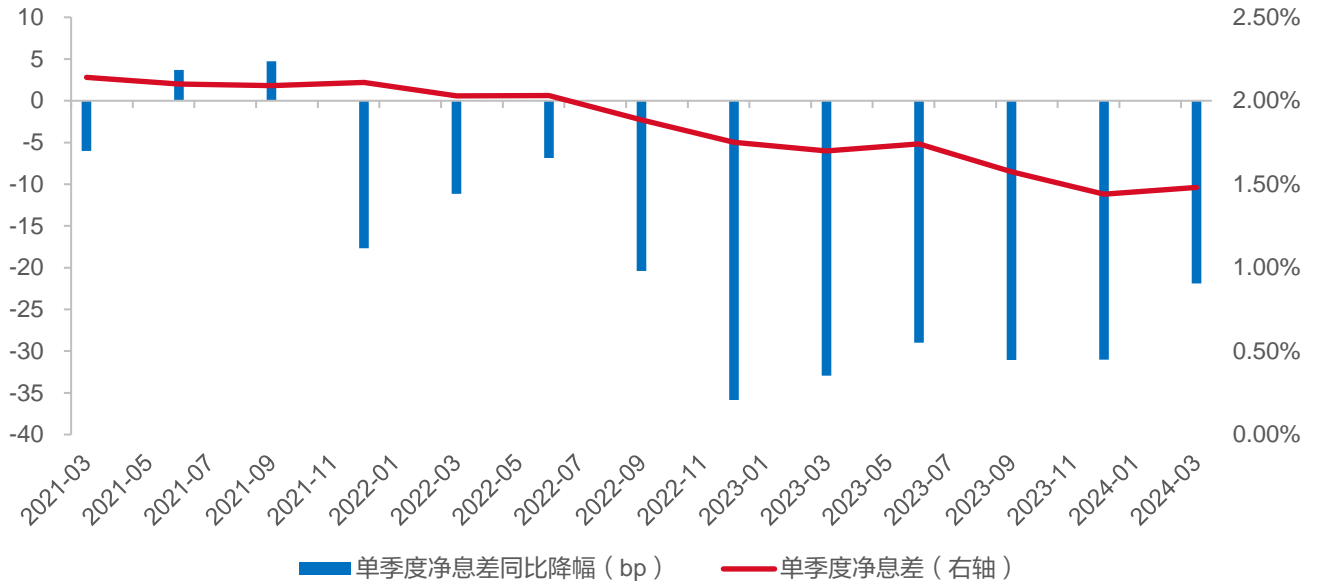
资料来源：工商银行定期报告，东海证券研究所

图4 2024Q1，工商银行存款增速随行业回落，存款总额单位：亿元



资料来源：工商银行定期报告，东海证券研究所

图5 2024Q1，工商银行单季度净息差降幅明显收窄



资料来源：工商银行定期报告，东海证券研究所

附录：三大报表预测值

每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS (摊薄)	1.02	1.02	1.05	1.09
BVPS (元)	9.55	10.28	10.94	11.64
P/E (倍)	5.27	5.26	5.14	4.93
P/B (倍)	0.56	0.52	0.49	0.46

盈利能力	2023A	2024E	2025E	2026E
ROAA	0.87%	0.78%	0.73%	0.71%
ROAE	10.04%	9.33%	8.93%	8.76%
净利差 (SPREAD)	1.39%	1.26%	1.21%	1.19%
净息差 (NIM)	1.57%	1.41%	1.33%	1.32%
信贷成本	0.60%	0.57%	0.57%	0.57%
成本收入比	26.96%	27.97%	28.40%	28.44%
所得税有效税率	13.47%	13.22%	13.20%	13.21%

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
利息收入	14050	14878	15320	16185
利息支出	7500	8385	8731	9236
利息净收入	6550	6494	6588	6948
手续费净收入	1194	1176	1226	1283
其他非息收入	351	656	737	761
营业收入	8431	8325	8552	8992
营业费用与税金	2379	2438	2544	2682
资产减值损失	1508	1591	1713	1830
营业利润	4208	4204	4295	4481
所得税	569	557	568	593
净利润	3651	3657	3737	3899
母公司所有者利润	3640	3648	3727	3889

业绩增长率	2023A	2024E	2025E	2026E
利息净收入	-5.58%	-0.86%	1.46%	5.47%
手续费及佣金净收入	-7.66%	-1.45%	4.25%	4.60%
营业收入	-8.16%	-1.25%	2.72%	5.15%
拨备前利润	-5.18%	1.40%	3.66%	5.05%
归母净利润	0.97%	0.22%	2.17%	4.35%

资料来源：公司定期报告，iFinD，东海证券研究所预测

注：估值对应 5 月 9 日收盘价 5.38 元；2023 年，公司根据会计准则调整部分科目计算口径并追溯调整 2022 年基数，本表 2023 年同比增速基于追溯调整前的基数，首页简表中 2023 年同比基数为追溯调整后数据。

资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及存放央行	40423	44304	47759	50577
同业资产	23410	19252	20754	21978
金融投资	118497	131384	141632	149989
贷款总额	260865	288290	310671	328922
贷款损失准备	7564	8690	9221	9653
贷款净额	253869	280272	302133	319959
生息资产总额	435075	471649	508332	538244
总资产	446971	493824	532324	563718
同业负债	43880	50647	54585	57797
存款	335212	367392	396049	419416
应付债券	13698	15810	17040	18042
付息负债	395103	436519	470552	498302
总负债	405353	453190	489075	517739
少数股东权益	197	194	201	207
母公司所有者权益	37569	40440	43049	45771

规模指标	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产增速	12.84%	10.48%	7.80%	5.90%
总贷款增速	12.38%	10.51%	7.76%	5.87%
贷款净额增速	12.36%	10.40%	7.80%	5.90%
存款增速	12.22%	9.60%	7.80%	5.90%
贷存比	77.82%	78.47%	78.44%	78.42%

资产质量	2023A	2024E	2025E	2026E
不良贷款率	1.36%	1.37%	1.37%	1.36%
不良贷款毛生成率	0.42%	0.54%	0.56%	0.56%
不良贷款净生成率	0.13%	0.15%	0.11%	0.06%
拨备覆盖率	213.97%	220.32%	216.25%	216.07%
拨备/贷款总额	2.90%	3.01%	2.97%	2.93%

资本	2023A	2024E	2025E	2026E
资本充足率	19.10%	19.27%	18.88%	18.80%
核心一级资本充足率	13.72%	13.99%	13.90%	14.03%
杠杆倍数	11.83	12.15	12.30	12.26

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089