

2024年09月04日

**增持（维持）**

报告原因：业绩点评

# 工商银行（601398）：规模增长进一步淡化，资产质量稳定

——公司简评报告

## 证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

数据日期	2024/09/04
收盘价	5.71
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(%)	91.80%
市净率(倍)	0.53
净资产收益率(加权)	4.76
12个月内最高/最低价	6.57/4.58



## 相关研究

《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》2024.05.09

《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

## 投资要点

- 事件：**工商银行公布2024上半年报告。上半年公司实现营业收入4204.99亿元（-6.03%，YoY），归属于母公司普通股股东净利润1704.67亿元（-1.89%，YoY）。6月末，公司总资产为47.12万亿元（+7.89%，YoY），不良贷款率1.35%（-1bp，QoQ），不良贷款拨备覆盖率218.43%（+2.12pct，QoQ）。上半年净息差为1.43%，同比下降29bp。
- 受需求偏弱及淡化规模导向影响，一般贷款投放明显放缓。**Q2末，工行总资产同比增长7.89%至47.12万亿元，增速较Q1末明显放缓（图1所示），相对行业领先优势明显收敛。主要有两方面的原因：一方面，受需求放缓及淡化规模影响，Q2包括工行在内的各大银行信贷进一步明显放缓，Q2工行对公一般贷款大幅少增，个人贷款规模净减少（图2所示）；另一方面，Q1买入返售资产超季节表现对规模增长贡献较大，Q2该因素影响消除。Q2虽一般贷款大幅少增，但票据贴现同比大幅多增（VS Q1信贷投放压力不大，票据贴现同比多增），体现需求偏弱背景下公司主动加大收票力度以保持信贷平稳。7月以来需求依然偏弱、淡化规模导向延续，年内工行贷款增速或进一步小幅放缓。
- 受“挤水分”影响，存款增速明显下降。**往年经验来看，公司全年揽储主要集中在Q1与Q2，虽然Q2揽储力度放缓，但环比仍会实现增长。今年Q2存款环比则是净流出，致存款增速回落幅度明显大于M2（图3所示）。主要有两方面原因：一方面是因为存款派生随信贷放缓，另一方面是因为工行为首的大行在金融挤水分中受冲击更大。Q3以来，挤水分影响基本消除，预计公司存款增速将温和修复。结构上（图4所示）来看，上半年工行个人存款定期化程度随行业上升，反映居民需求较弱背景下个人与企业部门资金循环仍受阻。在居民需求改善之前，定期化趋势或仍持续，后续关注促消费政策力度及效果。
- 资产生息率下行仍较为明显，存款降息效果体现。**测算Q2工行单季度净息差1.38%，同比下降29bp（图5所示），降幅与Q1持平。测算Q2生息率3.13%，同比下降约31bp，一方面是因为LPR下降、存量住房贷款利率下调影响持续，另一方面是因为受近年政府债发行力度较大、利率下行影响，债券投资组合中低息券占比提升。边际来看，Q2生息率降幅较Q1扩大、高于预期，主要是生息资产结构变化所致：受贷款投放明显放缓影响，生息资产中债券（收益率较低）占比上升而贷款（收益率较高）占比下降。负债端，测算Q2付息率1.96%，同比由上升转为下降，主要是多轮存款降息及治理“手工补息”效果体现（上半年存款付息率1.84%，-6bp，YoY）。资产端来看，现阶段需求较弱仍对生息率形成一定压力，但考虑下半年重定价节奏放缓，生息率下行压力或缓解。负债端来看，公司揽储节奏指向今年Q3及明年Q1存款降息效果将较为明显，但定期化加剧或抵消部分效果。综合来看，存款付息率改善有望较大程度覆盖资产端下行压力，年内息差压力有望缓解。
- 中间业务收入受政策及市场因素继续下降。**受降费政策、资本市场表现较弱、居民消费放缓等因素影响，上半年工行财富管理、资产管理、担保承诺收入、银行卡同比继续明显下降（图6所示），对手续费及佣金收入拖累较为明显。结算、投资银行业务收入由降转增，主要是第三方支付、代客结售汇及外汇买卖、现金管理服务、银团安排承销、投融资顾问等业务收入增加。7-8月资本市场仍较为低迷，指向中收或依然承压。不过下半年基数较低，年内宏观政策发力或促进市场风险偏好提升，中收降幅或明显收窄。
- 个贷信用风险随行业上升，对公资产质量稳中向好。**受益于良好客户基础，工行总体资产质量保持稳健。Q2末不良贷款率为1.35%，环比-1bp，为近年最低水平（图7所示）。不

不良贷款拨备覆盖率218.43%，环比+2.12pct。从前瞻性指标来看，关注类与逾期贷款占比有所上升，与行业趋势相符，反映宏观层面压力。分行业来看，住房贷款、消费贷款、信用卡及经贷等主要个人贷款信用风险均上升（图8所示），与现阶段居民就业及收入形势相符。当前居民领域风险上升趋势较为明显，但由于集中度极低，预计个贷风险可控。对公贷款资产质量保持稳中向好，其中制造业、租赁和商业服务业、房地产业、批发零售业等不良集中行业不良率均下降（图9所示）。虽个贷扰动仍存在，但由于对公资产质量向好、不良认定与处置保持审慎，预计工行整体资产质量仍能保持稳定。

- **盈利预测与投资建议：**Q2工行存贷款增速放缓较为明显，资产生息率与财富管理业务收入继续承压，我们相应下调规模与收入目标。预计2024-2026年营业收入分别为8160、8257、8817亿元（原预测为8325、8552、8992亿元），归母净利润分别为3609、3656、3802亿元（原预测为3648、3727、3889亿元），对应同比-0.85%、1.30%与3.99%。预计2024-2026年末普通股每股净资产为10.10、10.75与11.42元，对应9月4日收盘价PB为0.57、0.53、0.50倍。由于工商银行客户基础良好、业务多元且分散，预计仍能在压力上升的经营环境中实现稳健经营，当前估值处于历史较低水平，维持“增持”评级。
- **风险提示：**零售资产质量大幅恶化；贷款利率大幅下行；定期化加剧推升存款成本。

#### 盈利预测与估值简表

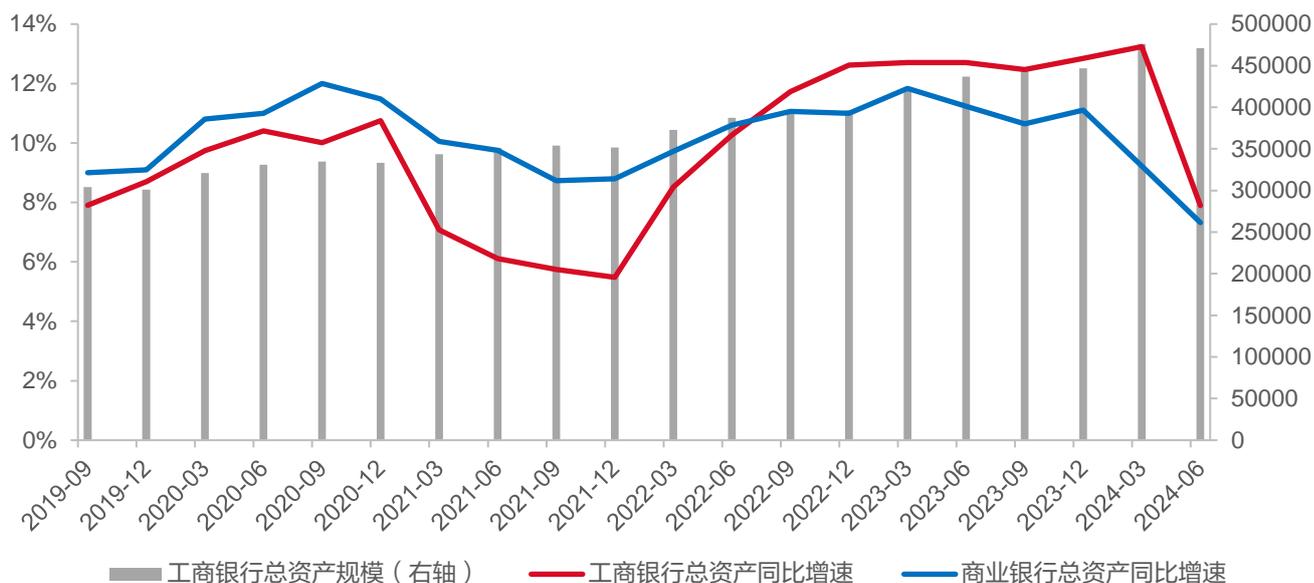
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	8431	8160	8257	8817
同比增速	-8.16%	-3.21%	1.20%	6.78%
归母净利润（亿元）	3640	3609	3656	3802
同比增速	0.97%	-0.85%	1.30%	3.99%
净息差（测算值）	1.57%	1.37%	1.34%	1.35%
不良贷款率	1.36%	1.34%	1.36%	1.35%
不良贷款拨备覆盖率	213.97%	213.49%	207.85%	209.80%
ROE	10.04%	9.31%	8.92%	8.72%
每股盈利（元）	1.02	1.01	1.03	1.07
PE（倍）	5.59	5.64	5.57	5.35
每股净资产（元）	9.55	10.10	10.75	11.42
PB（倍）	0.60	0.57	0.53	0.50

资料来源：公司定期报告，iFinD，东海证券研究所，截至2024年9月4日收盘

## 图表目录

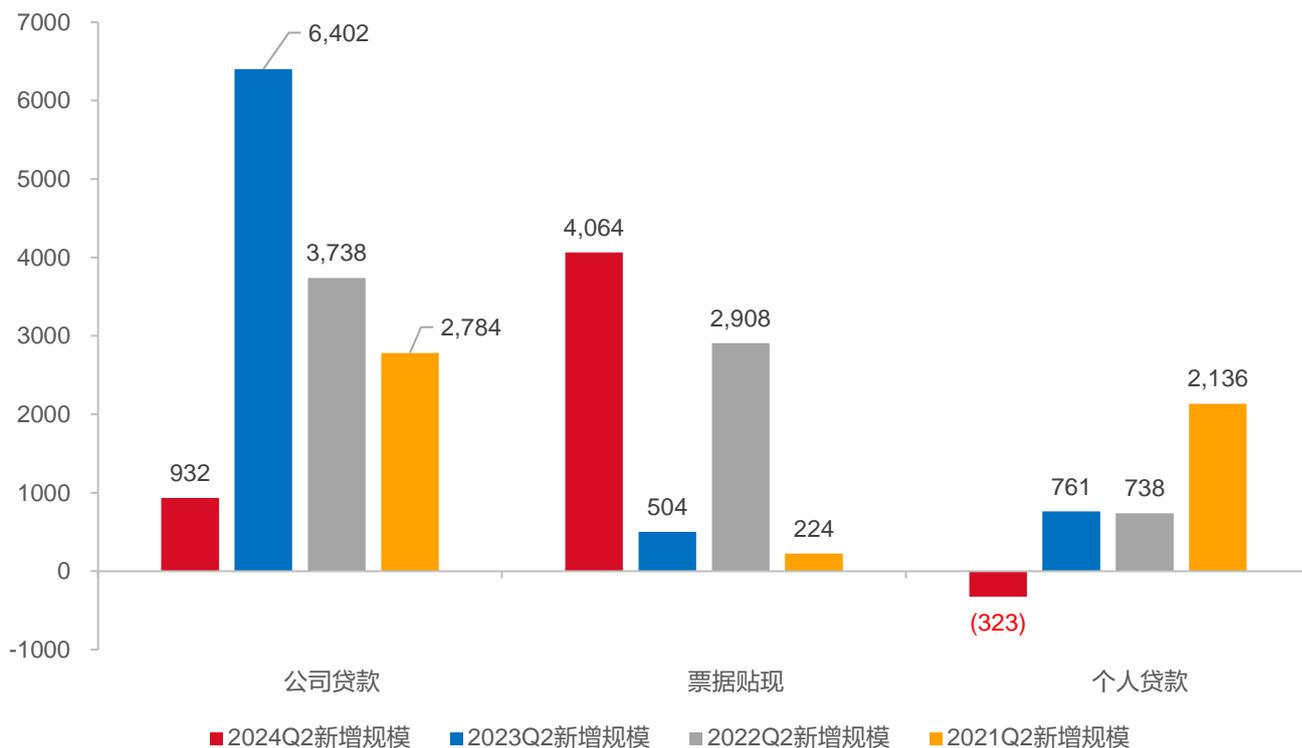
图 1 2024Q2 工商银行总资产增速明显放缓，总资产规模单位：亿元 .....	4
图 2 2024Q2 工商银行公司一般贷款同比少增、个人贷款净减少，票据贴现同比多增，单位：亿元 .....	4
图 3 2024Q2，受挤水分影响，工商银行存款增速回落幅度明显大于 M2，存款总额单位：亿元 .....	5
图 4 上半年工商银行个人定期存款占比上升 .....	5
图 5 2024Q2 工商银行单季度息差下行，同比降幅仍较大 .....	6
图 6 2024 上半年工商银行财富管理、托管、担保及承诺手续费同比下降，单位：亿元 .....	6
图 7 工商银行不良率稳中有降，关注率与逾期率上升 .....	7
图 8 2024 上半年工商银行各类个贷不良率上升 .....	7
图 9 工商银行对公前四大不良集中行业不良率稳中有降 .....	8
附录：三大报表预测值 .....	9

图1 2024Q2 工商银行总资产增速明显放缓，总资产规模单位：亿元



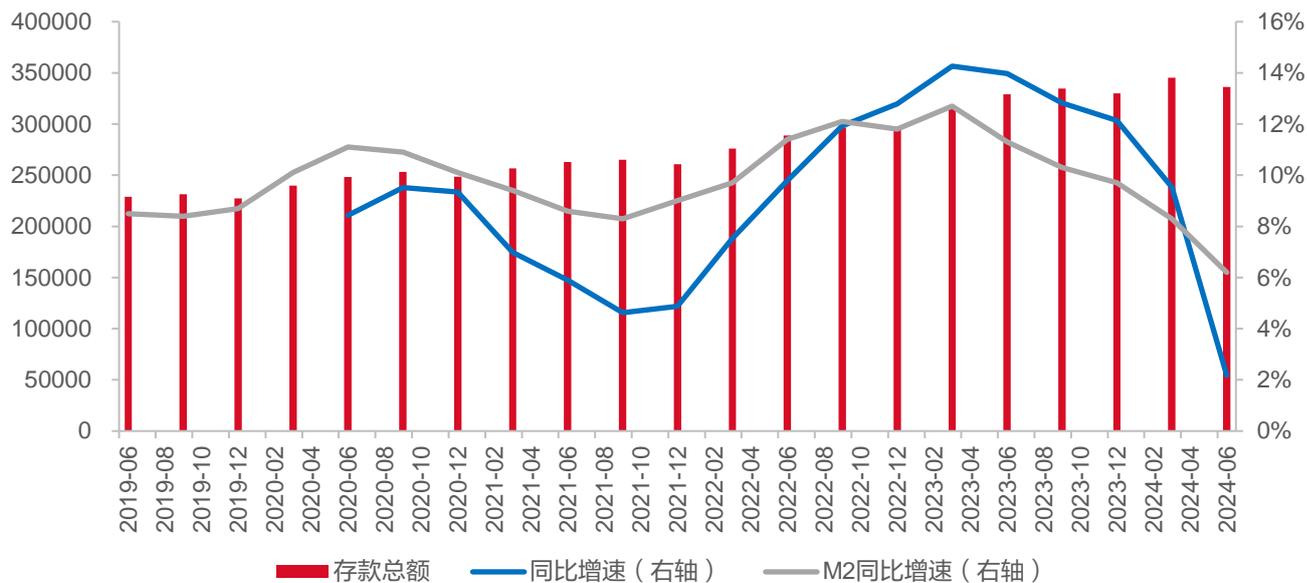
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图2 2024Q2 工商银行公司一般贷款同比少增、个人贷款净减少，票据贴现同比多增，单位：亿元



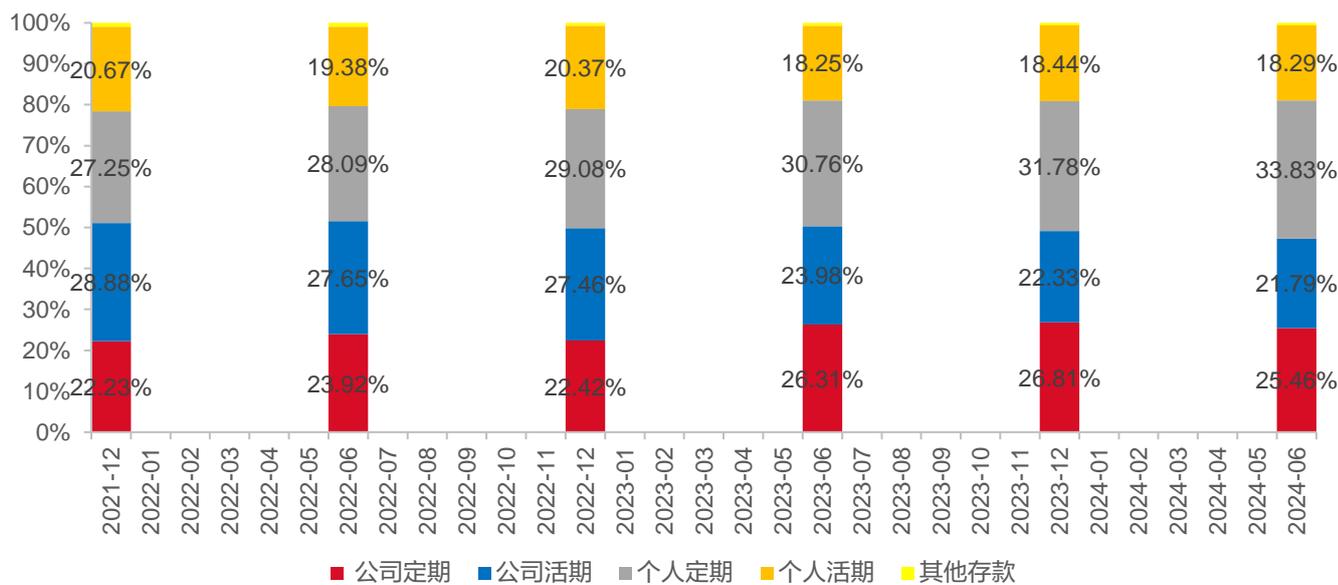
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图3 2024Q2，受挤水分影响，工商银行存款增速回落幅度明显大于M2，存款总额单位：亿元



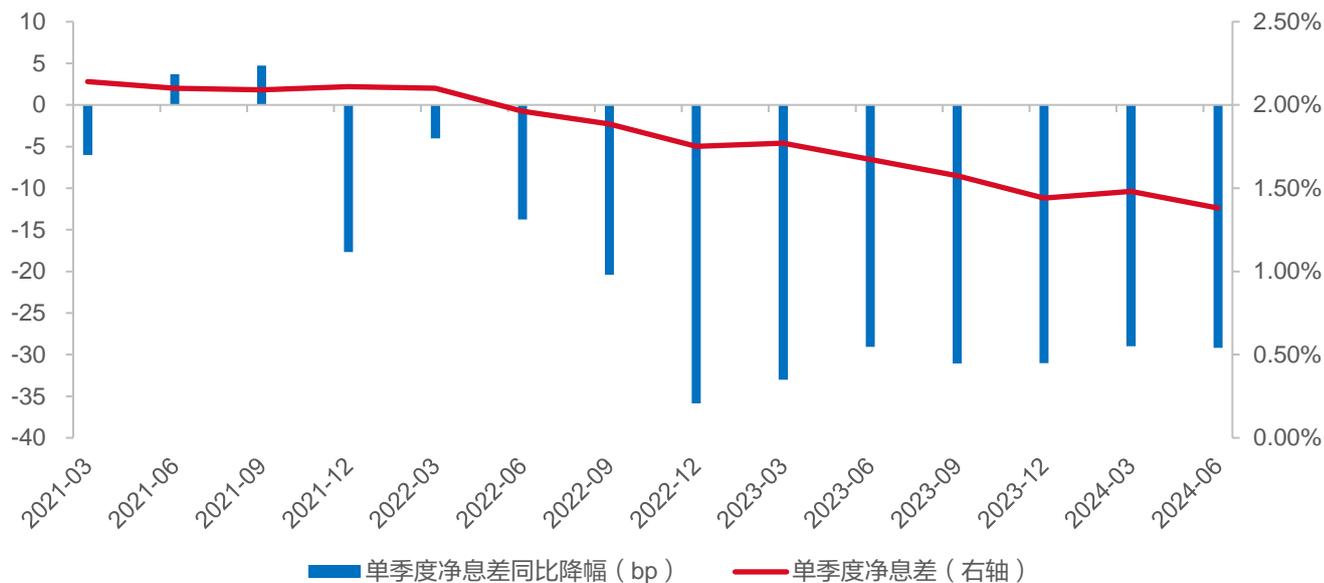
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图4 上半年工商银行个人定期存款占比上升



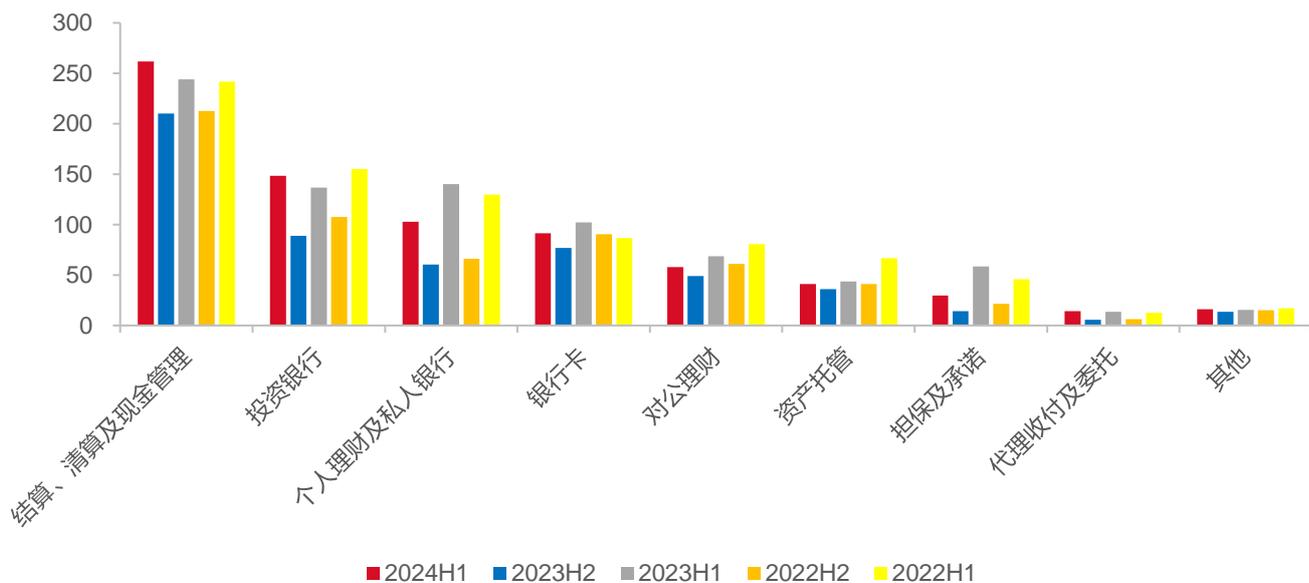
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图5 2024Q2 工商银行单季度息差下行，同比降幅仍较大



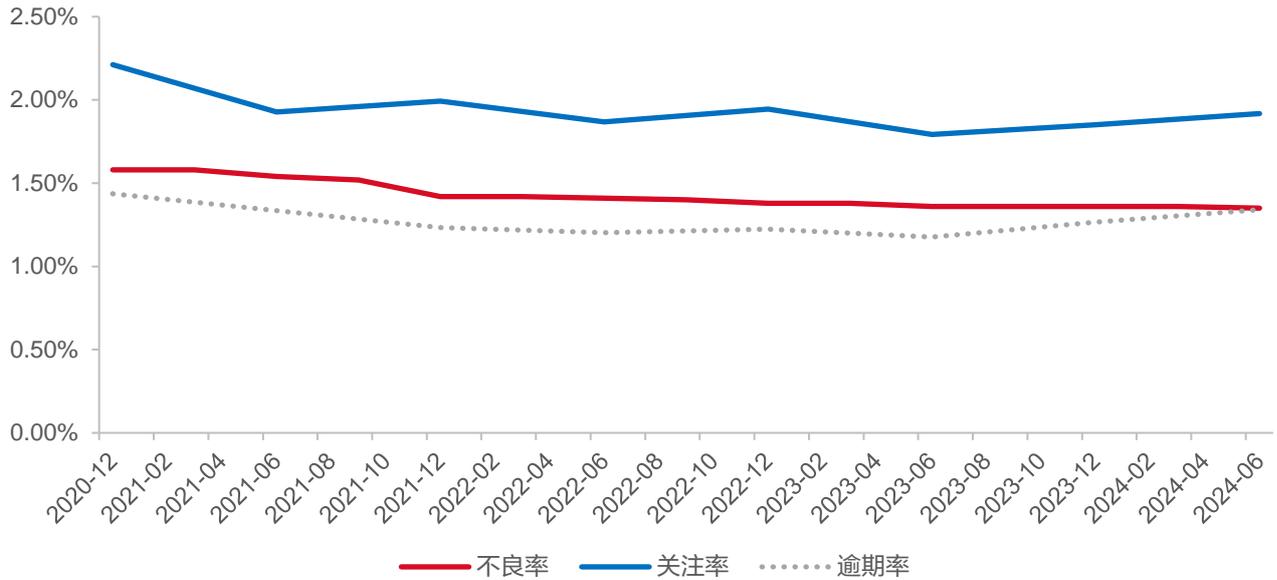
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图6 2024 上半年工商银行财富管理、托管、担保及承诺手续费同比下降，单位：亿元



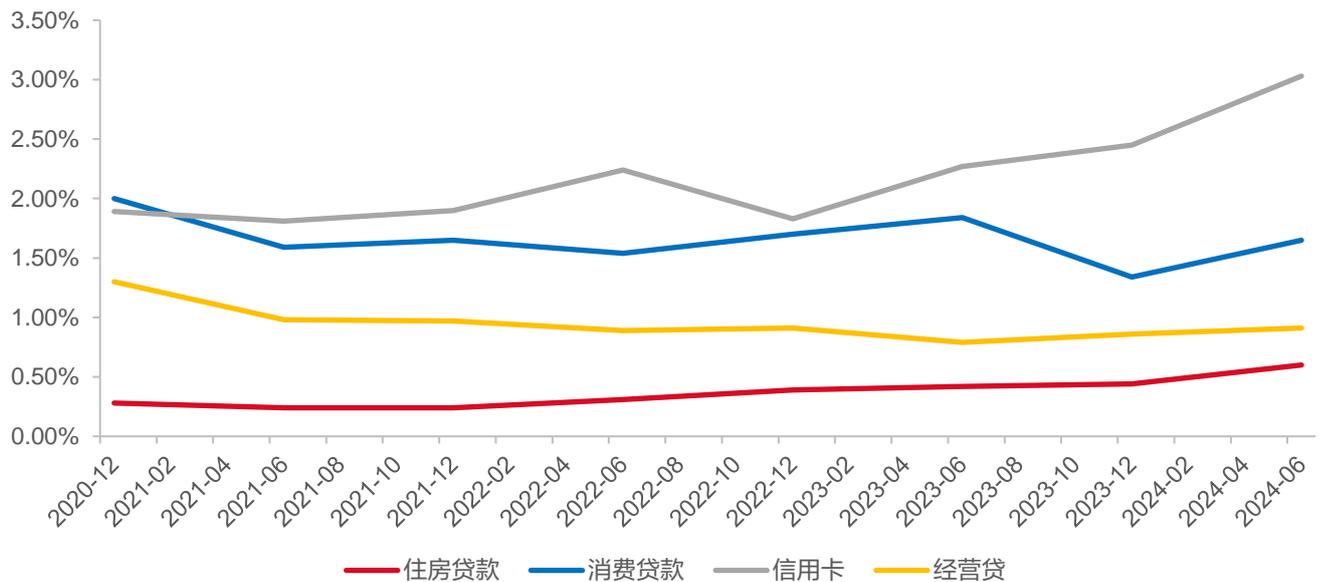
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图7 工商银行不良率稳中有降，关注率与逾期率上升



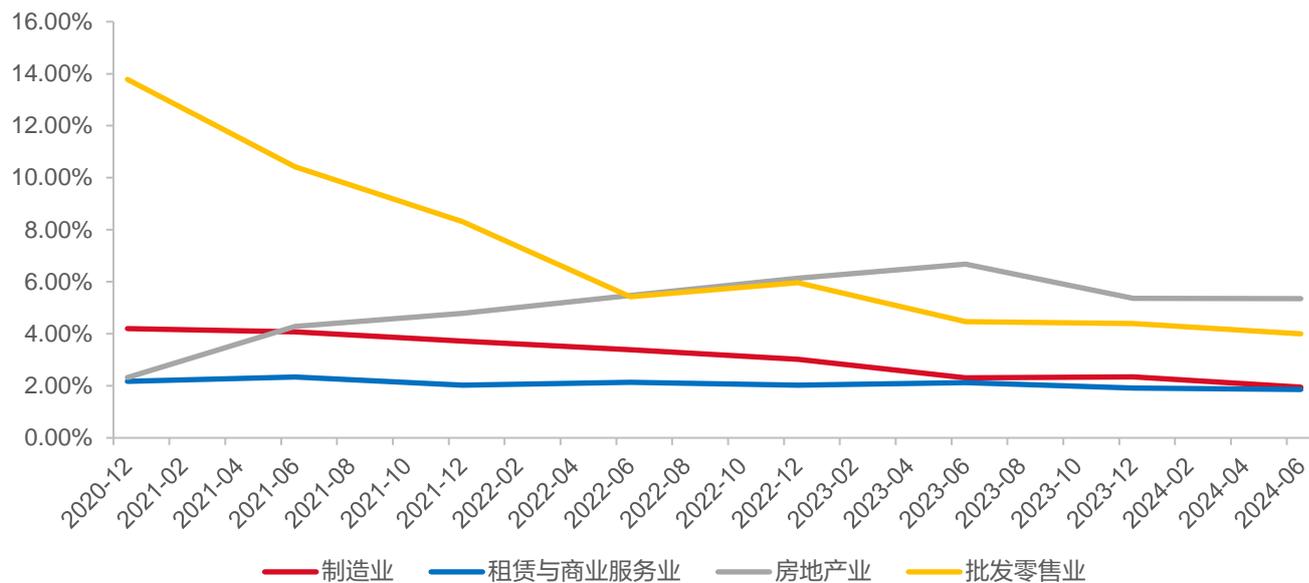
资料来源：宁波银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图8 2024 上半年工商银行各类个贷不良率上升



资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图9 工商银行对公前四大不良集中行业不良率稳中有降



资料来源：工商银行定期报告，Wind，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	1.01	1.03	1.07
BVPS (元)	9.55	10.10	10.75	11.42
P/E (倍)	5.59	5.64	5.57	5.35
P/B (倍)	0.60	0.57	0.53	0.50

盈利能力	2023A	2024E	2025E	2026E
ROAA	0.87%	0.78%	0.75%	0.73%
ROAE	10.04%	9.31%	8.92%	8.72%
净利差 (SPREAD)	1.39%	1.21%	1.20%	1.22%
净息差 (NIM)	1.57%	1.37%	1.34%	1.35%
信贷成本	0.60%	0.54%	0.55%	0.60%
成本收入比	26.96%	27.38%	28.22%	27.83%
所得税有效税率	13.47%	12.95%	12.90%	12.89%

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
利息收入	14050	14518	14657	15513
利息支出	7500	8257	8322	8704
利息净收入	6550	6261	6335	6810
手续费净收入	1194	1127	1175	1229
其他非息收入	351	772	748	779
营业收入	8431	8160	8257	8817
营业费用与税金	2379	2341	2442	2575
资产减值损失	1508	1503	1617	1874
营业利润	4208	4145	4198	4368
所得税	569	538	543	564
净利润	3651	3619	3667	3815
母公司所有者利润	3640	3609	3656	3802

业绩增长率	2023A	2024E	2025E	2026E
利息净收入	-5.58%	-4.41%	1.17%	7.50%
手续费及佣金净收入	-7.66%	-5.60%	4.25%	4.60%
营业收入	-8.16%	-3.21%	1.20%	6.78%
拨备前利润	-5.18%	-1.18%	2.96%	7.33%
归母净利润	0.97%	-0.85%	1.30%	3.99%

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9月4日收盘价5.71元。

资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及存放央行	40423	42161	44636	47198
同业资产	23410	18321	19397	20510
金融投资	118497	123745	128978	136643
贷款总额	260865	283599	303176	321108
贷款损失准备	7564	8111	8587	9105
贷款净额	253869	276159	295269	312690
生息资产总额	435075	456919	484818	513415
总资产	446971	477731	506047	535891
同业负债	43880	53240	56543	60304
存款	335212	349626	370149	391395
应付债券	13698	16620	17651	18825
付息负债	395103	422293	447324	473704
总负债	405353	437798	463547	490719
少数股东权益	197	211	219	228
母公司所有者权益	37569	39722	42282	44943

规模指标	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产增速	12.84%	6.88%	5.93%	5.90%
总贷款增速	12.38%	8.72%	6.90%	5.91%
贷款净额增速	12.36%	8.78%	6.92%	5.90%
存款增速	12.22%	4.30%	5.87%	5.74%
贷存比	77.82%	81.12%	81.91%	82.04%

资产质量	2023A	2024E	2025E	2026E
不良贷款率	1.36%	1.34%	1.36%	1.35%
不良贷款毛生成率	0.42%	0.47%	0.56%	0.56%
不良贷款净生成率	0.13%	0.10%	0.11%	0.07%
拨备覆盖率	213.97%	213.49%	207.85%	209.80%
拨备/贷款总额	2.90%	2.86%	2.83%	2.84%

资本	2023A	2024E	2025E	2026E
资本充足率	19.10%	19.41%	19.35%	19.27%
核心一级资本充足率	13.72%	14.16%	14.31%	14.45%
杠杆倍数	11.83	11.96	11.90	11.86

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指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上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 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  
 电话：（8621）20333619  
 传真：（8621）50585608  
 邮编：200215

### 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  
 电话：（8610）59707105  
 传真：（8610）59707100  
 邮编：100089