

2024年11月01日

**增持（维持）**

报告原因：业绩点评

# 工商银行（601398）：付息率明显改善，资产质量稳定

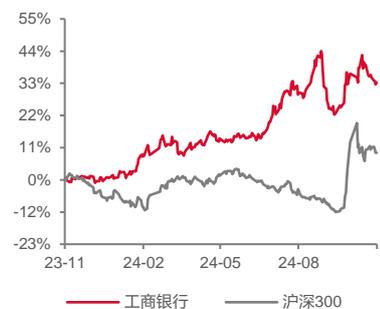
——公司简评报告

## 证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

数据日期	2024/10/31
收盘价	6.04
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(%)	91.89%
市净率(倍)	0.55
净资产收益率(加权)	7.33
12个月内最高/最低价	6.66/4.65



## 相关研究

《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》2024.09.04

《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：**前三季度，公司实现营业收入6264.22亿元（-3.82%，YoY），归属于母公司普通股股东净利润2690.25亿元（+0.13%，YoY）。9月末，公司总资产为48.36万亿元（+8.71%，YoY），不良贷款率1.35%（持平，QoQ），不良贷款拨备覆盖率220.30%（+1.87pct，QoQ）。上半年净息差为1.43%，同比下降24bp，降幅较上半年收窄。
- **受需求偏弱及淡化规模导向影响，一般贷款投放明显放缓。**Q3末，工行总资产同比增长8.71%至48.36万亿元。边际上看，增速较Q2小幅提升（图1所示），主要是受非信贷金融资产驱动：一方面同业资产降幅明显收窄，另一方面受财政发力影响债券投资延续较快增长。信贷方面，受需求放缓影响，对公与个人一般贷款继续明显少增（图2所示），贷款增速因此进一步放缓。虽一般贷款大幅少增，但票据贴现同比大幅增多，这一特征与Q2类似，体现需求偏弱背景下公司加大收票力度以维持信贷平稳增长。9月下旬以来，化债、房地产政策超预期，信贷需求及债券供给有望扩大，工行资产增速下行压力或缓解。
- **“挤水分”影响淡化，存款增长趋于平稳。**主要受金融数据“挤水分”影响，今年Q2存款环比净流出，明显弱于季节性，致使存款增速回落幅度明显大于M2（图3所示）。Q3以来，“挤水分”影响基本消除，存款增长趋于稳定。上半年工行存款定期化程度随行业上升（图4所示），一方面是由于企业活期存款受“挤水分”负面影响较大，另一方面是由于需求较弱背景下个人与企业部门资金循环仍受阻。“9.24”以来，宏观政策加码，效果逐步显现，认为后续房地产市场止跌回稳与消费回暖将缓解存款定期化压力。
- **存款降息效果明显体现，付息率改善促进单季息差小幅回升。**测算Q3工行单季息差1.43%，同比下降15BPs（图5所示），降幅较Q2明显收窄，环比则提升5BPs。测算Q3生息率3.03%，同比下降约31bp，降幅与Q2持平，一方面是因为LPR、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。负债端，测算Q3付息率1.79%，同比下降约20BPs，主要是多轮存款降息及治理“手工补息”重定价效果体现。展望后市，存量住房贷款利率及LPR下降对明年生息率形成较大压力，同时，明年Q1存款降息效果将较为明显，将较大程度缓冲资产端下行压力，综合来看，现有条件下，明年息差仍面临惯性下行压力，但降幅有望收窄。
- **手续费及佣金收入受市场因素继续明显下降。**Q3手续费及佣金收入下降仍较为明显，预计仍主要是受降费政策、资本市场表现较弱、居民消费放缓等因素影响，财富管理、资产管理、担保承诺、银行卡等业务对手续费拖累仍较大（图6所示）。“9.24”以来政策转向，资本市场向好，对财富管理手续费影响正面。同时，降费影响淡化，Q4保险代销业务手续费降幅有望大幅收窄。基于以上，认为Q4手续费及佣金收入降幅将明显收窄。
- **不良率稳定，拨备覆盖率小幅上升。**受益于良好客户基础，工行总体资产质量保持稳健。Q3末不良贷款率为1.35%，环比持平，保持近年最低水平（图7所示）。不良贷款拨备覆盖率220.30%，环比+1.87PCT。上半年居民领域风险上升趋势较为明显（图8所示），近期政策不断加码对居民收入影响正面，预计个贷风险可控。鉴于上半年制造业、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），预计对公贷款资产质量稳中向好。综合来看，虽个贷扰动仍存在，但在宏观政策加码、对公资产质量向好、不良处置审慎等积极因素作用下，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：**Q3付息率带动息差改善，我们小幅上调2024年收入目标。同时，预计10月LPR、存量住房贷款利率及存款利率对明年息差综合影响偏负面，我们据此小幅下调明年收入目标。预计2024-2026年营业收入分别为8183、8127、8615亿元（原预测为8160、8257、8817亿元），归母净利润分别为3648、3660、3727亿元（原预测为3609、3656、3802亿元），对应同比0.21%、0.35%与1.83%。预计2024-2026年末普通股每股净资产为10.08、10.73与11.40元，对应10月31日收盘价PB为0.60、0.56、0.53倍。由于工行客户基础良好、业务多元，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

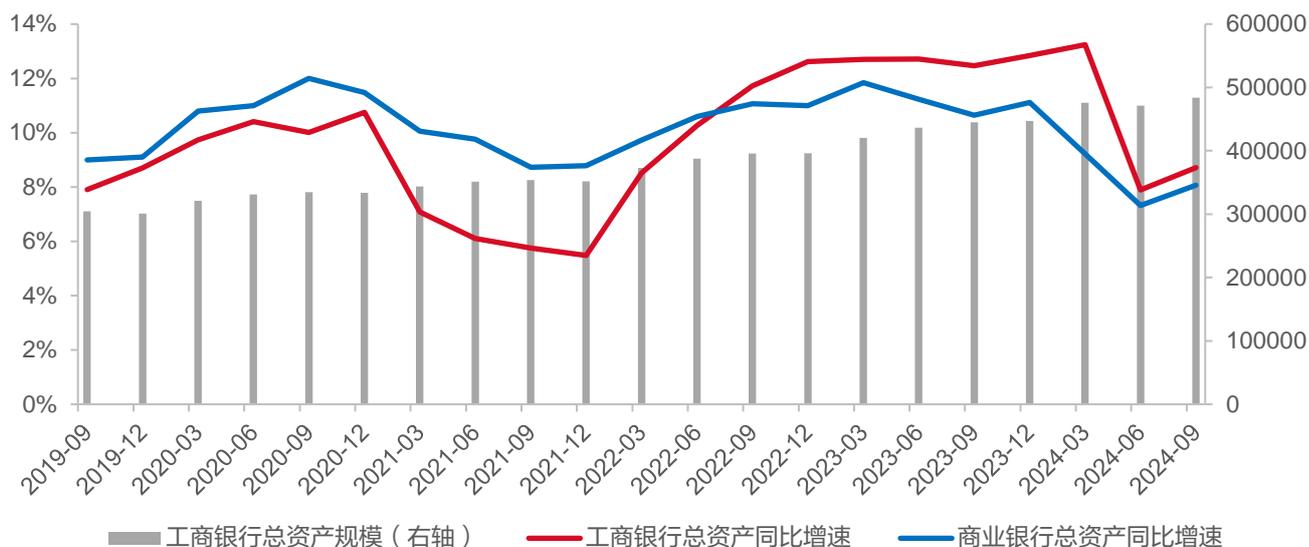
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	8431	8183	8127	8615
同比增速	-8.16%	-2.94%	-0.68%	6.01%
归母净利润（亿元）	3640	3648	3660	3727
同比增速	0.97%	0.21%	0.35%	1.83%
净息差（测算值）	1.57%	1.36%	1.27%	1.27%
不良贷款率	1.36%	1.34%	1.36%	1.35%
不良贷款拨备覆盖率	213.97%	217.97%	209.54%	209.01%
ROE	10.04%	9.42%	8.94%	8.56%
每股盈利（元）	1.02	1.02	1.03	1.05
PE（倍）	5.91	5.90	5.88	5.78
每股净资产（元）	9.55	10.08	10.73	11.40
PB（倍）	0.63	0.60	0.56	0.53

资料来源：公司定期报告，iFinD，东海证券研究所，截至2024年10月31日收盘

## 图表目录

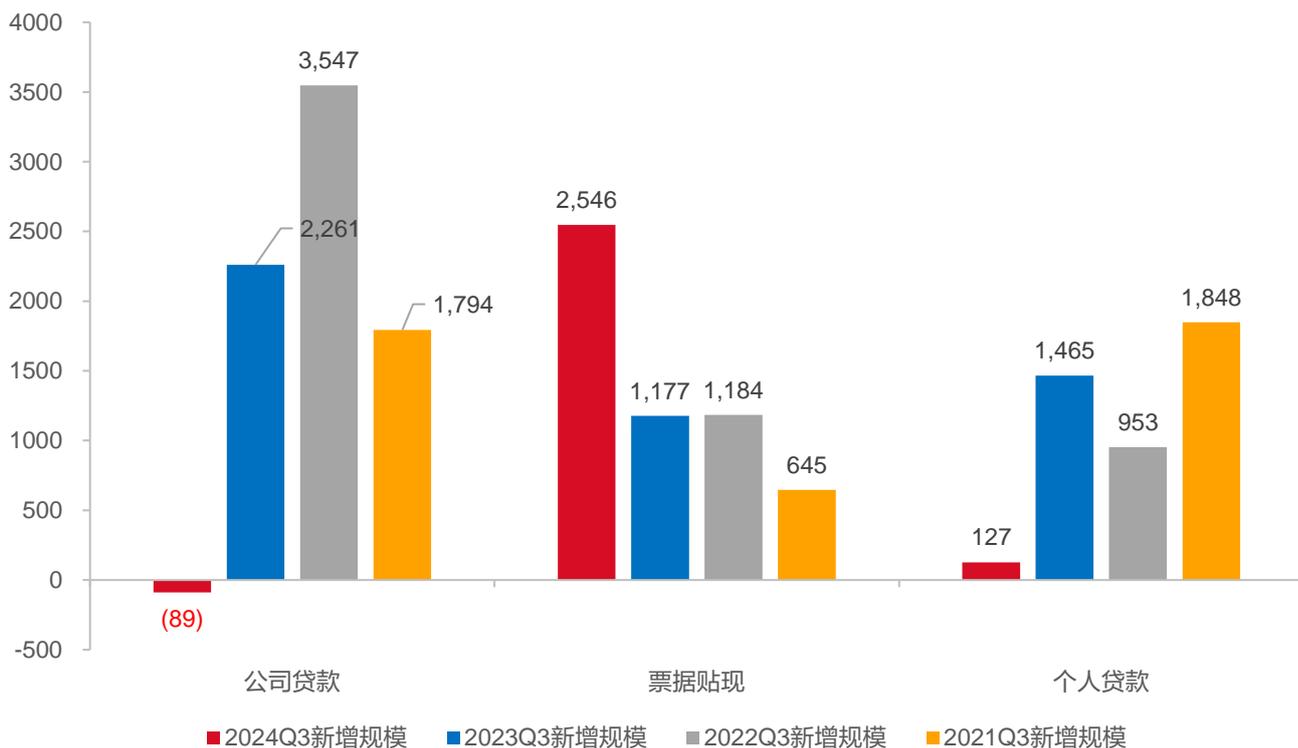
图 1 2024Q3 工商银行总资产增速小幅回升，右轴单位：亿元 .....	4
图 2 2024Q3 工商银行公司一般贷款净减少、个人贷款同比明显少增，票据贴现同比多增，单位：亿元 .....	4
图 3 2024Q3 “挤水分”影响淡化，工商银行存款增速平稳，左轴单位：亿元 .....	5
图 4 2024 上半年工商银行个人定期存款占比上升 .....	5
图 5 2024Q3 工商银行单季度息差小幅上行，同比降幅明显收窄 .....	6
图 6 2024 上半年工商银行财富管理、托管、担保及承诺手续费同比下降，单位：亿元 .....	6
图 7 2024Q3 工商银行不良率平稳 .....	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 2024Q3 工商银行总资产增速小幅回升，右轴单位：亿元



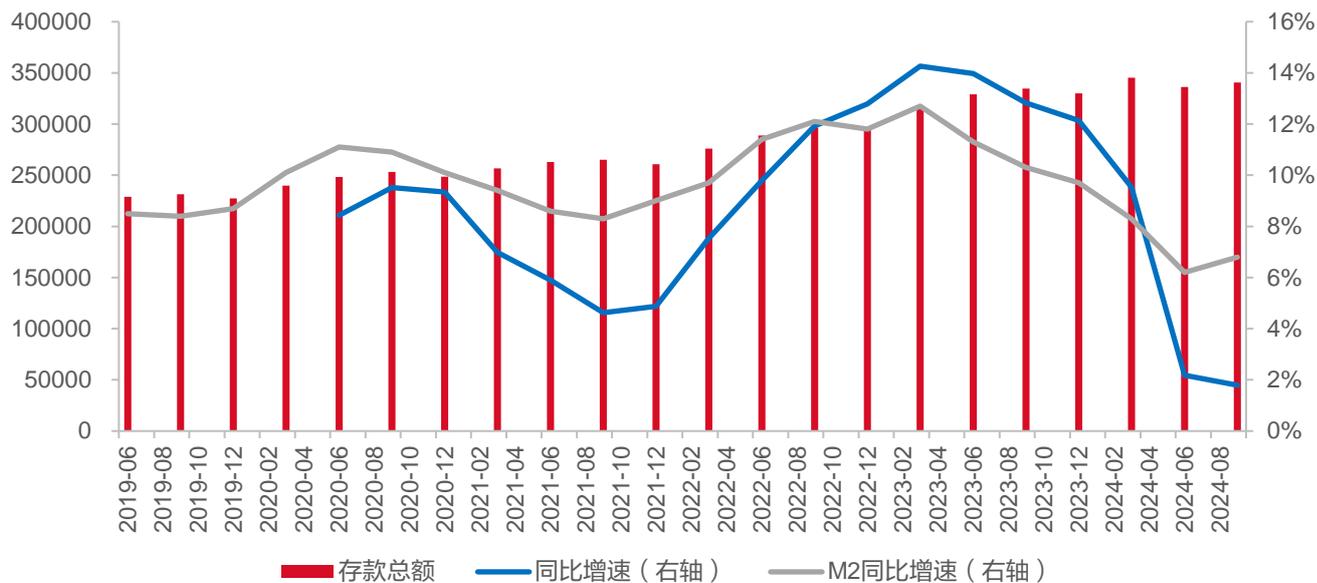
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图2 2024Q3 工商银行公司一般贷款净减少、个人贷款同比明显少增，票据贴现同比多增，单位：亿元



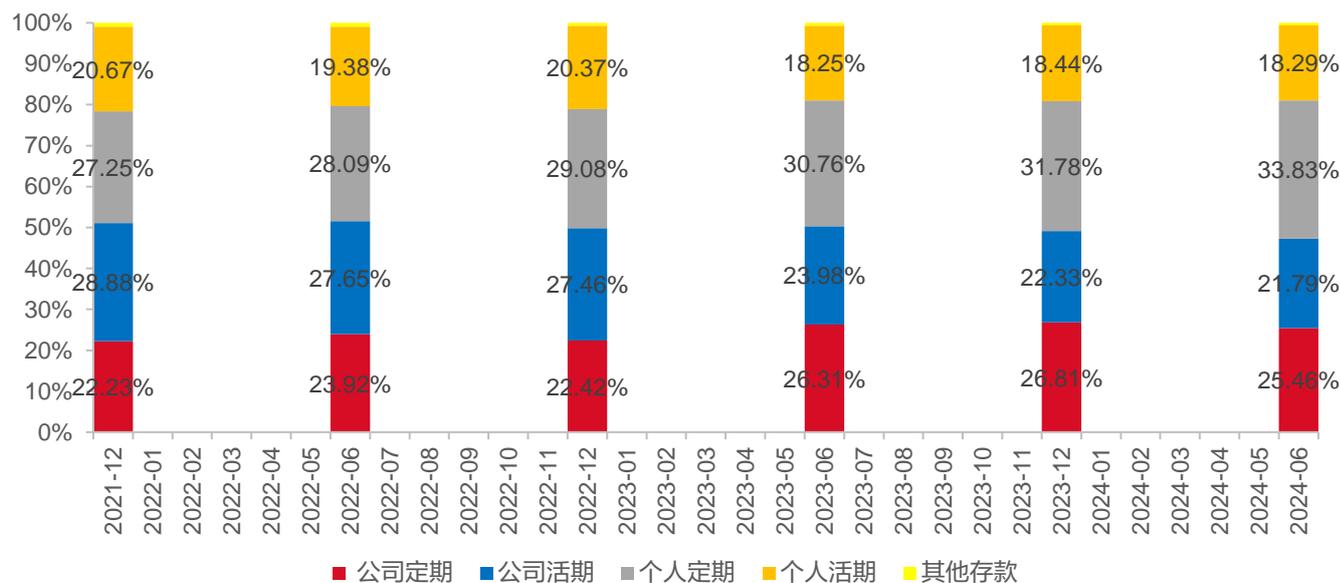
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图3 2024Q3 “挤水分”影响淡化，工商银行存款增速平稳，左轴单位：亿元



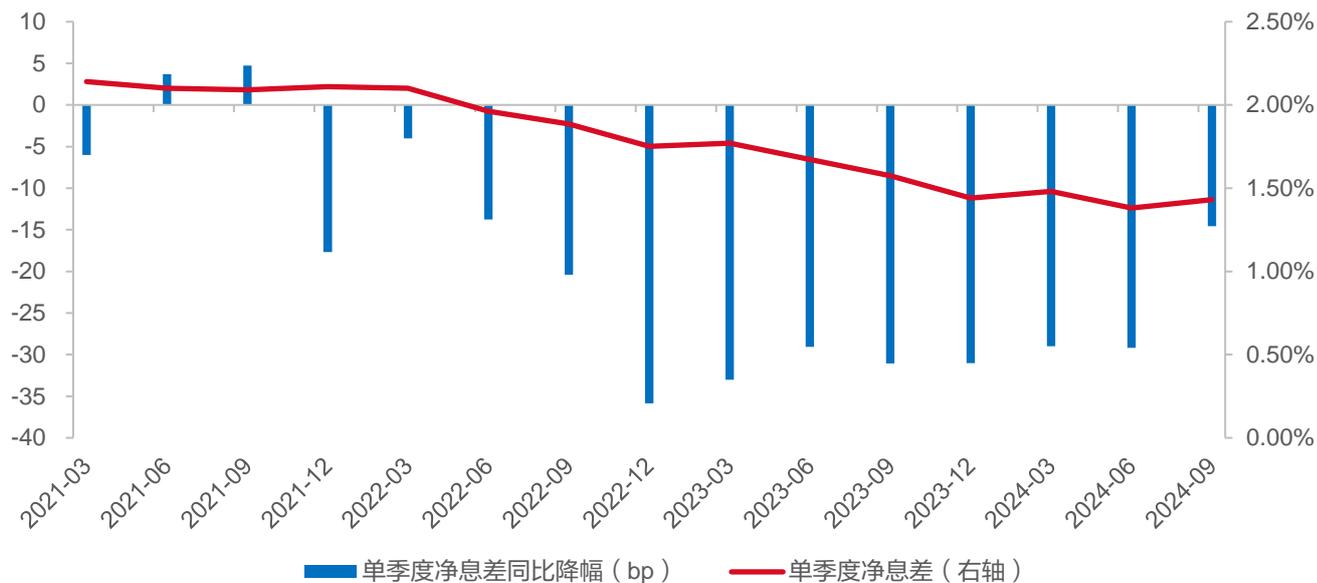
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图4 2024 上半年工商银行个人定期存款占比上升



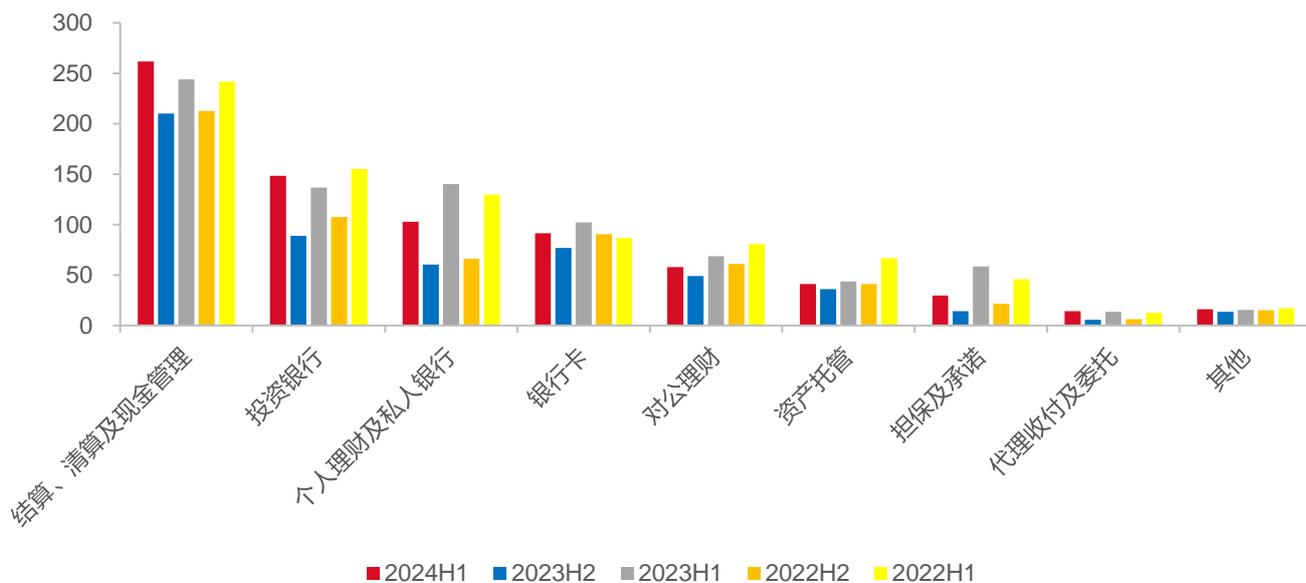
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图5 2024Q3 工商银行单季度息差小幅上行，同比降幅明显收窄



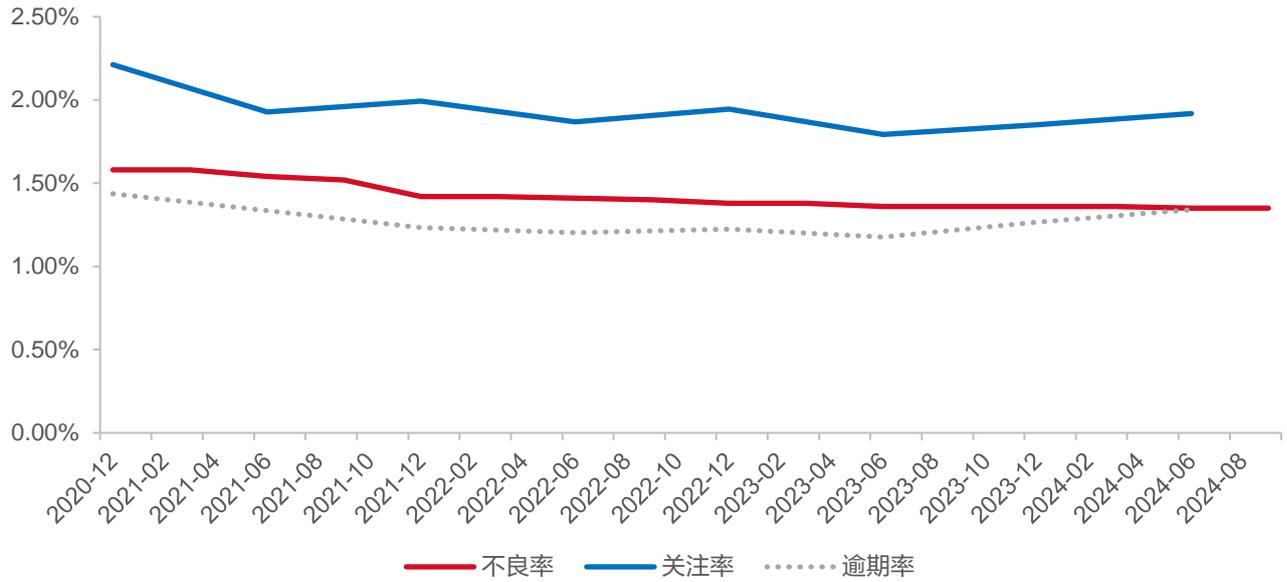
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

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



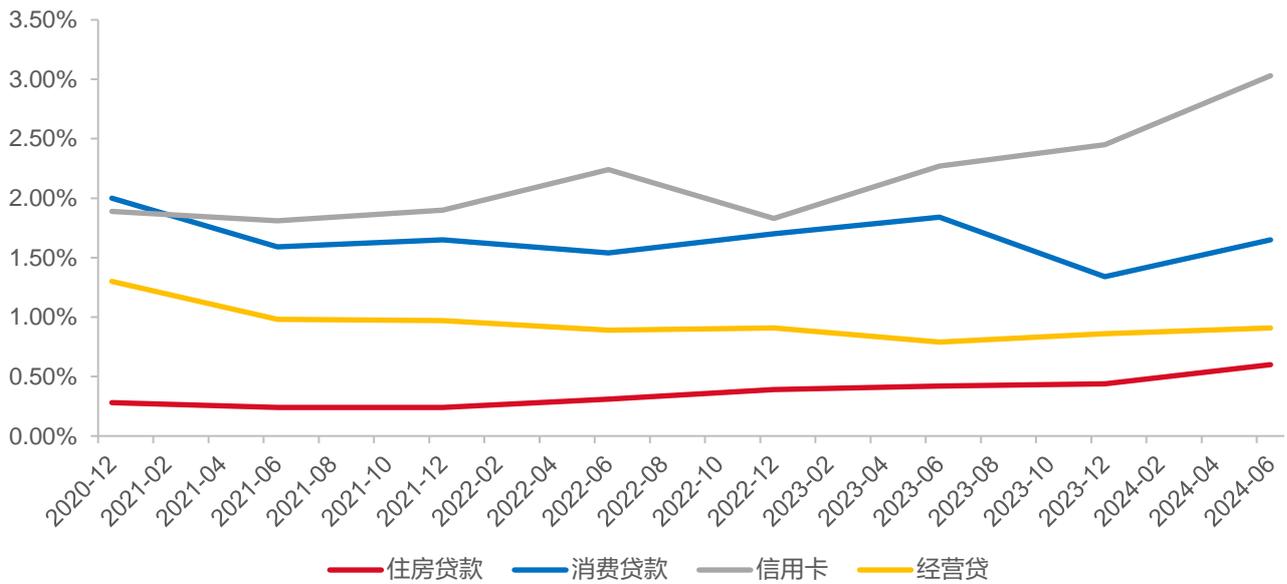
资料来源：工商银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图7 2024Q3 工商银行不良率平稳



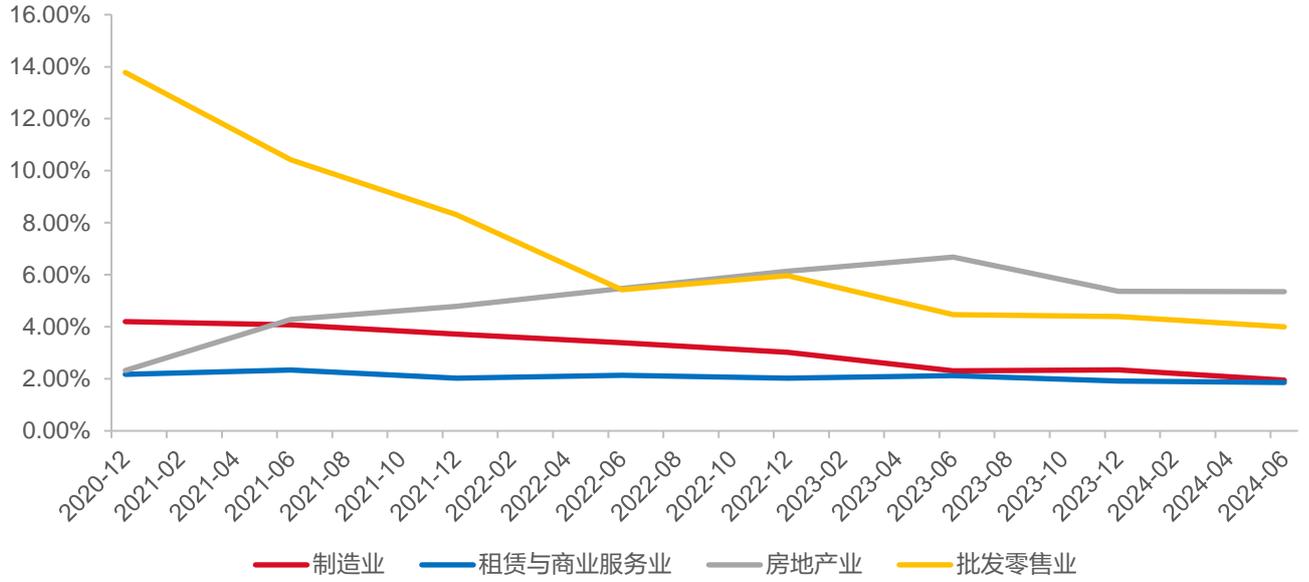
资料来源：宁波银行定期报告，Wind，东海证券研究所

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	1.02	1.03	1.05
BVPS (元)	9.55	10.08	10.73	11.40
P/E (倍)	5.91	5.90	5.88	5.78
P/B (倍)	0.63	0.60	0.56	0.53

盈利能力	2023A	2024E	2025E	2026E
ROAA	0.87%	0.78%	0.73%	0.70%
ROAE	10.04%	9.42%	8.94%	8.56%
净利差 (SPREAD)	1.39%	1.20%	1.15%	1.15%
净息差 (NIM)	1.57%	1.36%	1.27%	1.27%
信贷成本	0.60%	0.51%	0.51%	0.56%
成本收入比	26.96%	27.50%	28.52%	28.33%
所得税有效税率	13.47%	12.13%	12.04%	12.04%

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
利息收入	14050	14380	14370	15245
利息支出	7500	8105	8182	8664
利息净收入	6550	6275	6188	6581
手续费净收入	1194	1116	1184	1239
其他非息收入	351	543	755	795
营业收入	8431	8183	8127	8615
营业费用与税金	2379	2352	2416	2536
资产减值损失	1508	1428	1531	1788
营业利润	4208	4153	4180	4291
所得税	569	505	505	518
净利润	3651	3659	3686	3784
母公司所有者利润	3640	3648	3660	3727

业绩增长率	2023A	2024E	2025E	2026E
利息净收入	-5.58%	-4.20%	-1.39%	6.36%
手续费及佣金净收入	-7.66%	-6.48%	6.09%	4.63%
营业收入	-8.16%	-2.94%	-0.68%	6.01%
拨备前利润	-5.18%	-2.35%	2.32%	6.46%
归母净利润	0.97%	0.21%	0.35%	1.83%

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 10 月 31 日收盘价 6.04 元。

资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及存放央行	40423	41555	44410	47092
同业资产	23410	18058	19298	20464
金融投资	118497	128489	141209	149721
贷款总额	260865	286481	306139	324522
贷款损失准备	7564	8369	8747	9165
贷款净额	253869	278749	298038	316010
生息资产总额	435075	463257	498609	528601
总资产	446971	485814	524322	555925
同业负债	43880	62159	69754	73924
存款	335212	344598	368272	390515
应付债券	13698	19404	21775	23077
付息负债	395103	429439	463478	491414
总负债	405353	445945	481871	510825
少数股东权益	197	210	228	268
母公司所有者权益	37569	39660	42223	44832

规模指标	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产增速	12.84%	8.69%	7.93%	6.03%
总贷款增速	12.38%	9.82%	6.86%	6.00%
贷款净额增速	12.36%	9.80%	6.92%	6.03%
存款增速	12.22%	2.80%	6.87%	6.04%
贷存比	77.82%	83.13%	83.13%	83.10%

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%	0.41%	0.56%	0.56%
不良贷款净生成率	0.13%	0.11%	0.11%	0.07%
拨备覆盖率	213.97%	217.97%	209.54%	209.01%
拨备/贷款总额	2.90%	2.92%	2.86%	2.82%

资本	2023A	2024E	2025E	2026E
资本充足率	19.10%	19.43%	19.00%	18.87%
核心一级资本充足率	13.72%	14.14%	14.03%	14.12%
杠杆倍数	11.83	12.18	12.35	12.32

## 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所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