

工商银行 (601398.SH)

经营业绩保持稳健，资产质量进一步夯实

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	942,762	917,989	950,981	997,793	1,063,052
增长率 yoy (%)	6.8	-2.6	3.6	4.9	6.5
归母净利润(百万元)	348,338	360,483	373,747	393,588	415,425
增长率 yoy (%)	10.3	3.5	3.7	5.3	5.5
ROE (%)	12.2	11.4	11.0	10.7	10.5
EPS 最新摊薄 (元)	0.95	0.97	1.01	1.06	1.12
P/E (倍)	5.3	5.2	5.0	4.7	4.5
P/B (倍)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4

资料来源: 长城证券产业金融研究院

事件: 工商银行发布 2023 年一季报, 实现营业收入 2276 亿, 同比-1.1%, 实现归母净利润 902 亿, 同比+0%; 不良贷款率 1.38%, 环比持平, 拨备覆盖率 213.57%, 环比+4.1pct。

营收仍负增长但降幅收窄, 净利润同比基本持平。 1) 公司一季度营收同比-1.1%, 营收已连续三个季度负增长, 主要是受 2022 年降息影响息差同比降幅较大; 但一季度营收增速环比 2022 年小幅修复 1.5pct, 主要得益于债市回暖带动其他非息收入有所恢复; 2) 净利润同比+0.02%, 环比-4.8%, 客观反映一季度营收压力, 并未通过拨备释放利润(拨备覆盖率环比提高 4pct)。展望未来几个季度, 我们认为一季度的营收和利润增速均为底部, 未来有望逐步回暖。

息差环比企稳回升, 同比降幅有望逐渐收窄。 测算公司 1Q22-1Q23 五个季度单季净息差分别为 2.10%、1.96%、1.88%、1.74%、1.77%, 同比来看, 由于去年息差逐季下行的累积效应, 一季度息差同比下降 33bp、收窄幅度较大; 但环比来看, 边际上已回升 3bp。往后看, 资产负债两端的积极变化有望使得息差环比持续企稳。1) 资产端: 公司表示 3 月份起贷款定价略微有所回升, 后续伴随经济回暖、信贷需求同步恢复, 贷款定价改善趋势有望延续。2) 负债端: 如果剔除外币存款, 人民币存款付息率已经下行, 随着美元加息渐进尾声, 整体存款成本有望趋于稳定。

不良率环比持平于 1.38%, 地产、城投风险可控。 1) 房地产业务: 对公房地产贷款不良率仍在攀升, 较年初上升 27bp, 但开发贷仅占贷款总量的 3%, 占比较低且风险可控; 2) 城投业务: 总体投向长三角、京津冀、大湾区等重点战略区域, 对于部分出险或债务负担较重的市县区的资产, 已及时纳入不良管理范围内并积极主动开展后续重组工作, 资产质量总体可控。

投资建议: 公司整体经营业绩保持稳健, 资产质量进一步夯实, 预计公司 2023-2025 年净利润增速分别为 3.7%/5.3%/5.5%, 目前股价对应 0.52x23PB, 股息率 6.3%, 维持“买入”评级。

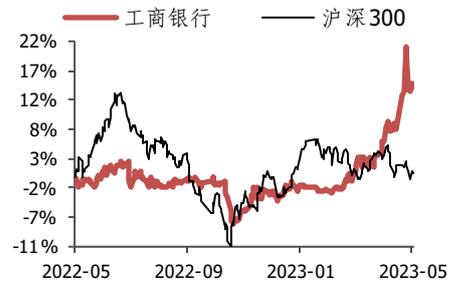
风险提示: 经济超预期下滑、息差继续下滑、债市大幅波动、资产质量恶化。

买入 (维持评级)

股票信息

行业	银行
2023 年 5 月 16 日收盘价 (元)	5.01
总市值 (百万元)	1,785,595.35
流通市值 (百万元)	1,350,757.18
总股本 (百万股)	356,406.26
流通股本 (百万股)	269,612.21
近 3 月日均成交额 (百万元)	1,499.80

股价走势



作者

分析师 邹恒超

执业证书编号: S1070519080001

邮箱: zouhengchao@cgws.com

联系人 林宛慧

执业证书编号: S1070122070010

邮箱: linwanhui@cgws.com

相关研究

图表1: 工商银行业绩主要指标

累计业绩增长	1Q21	1H21	9M21	2021	1Q22	1H22	9M21	2022	1Q23
净利息收入	3.5%	5.1%	5.9%	6.8%	6.2%	4.5%	3.2%	0.4%	-4.8%
非息净收入	2.4%	2.3%	9.9%	6.9%	-21.3%	3.3%	-8.5%	-11.0%	11.2%
净手续费收入	1.3%	0.5%	0.3%	1.4%	1.3%	0.1%	0.3%	-2.8%	-2.9%
其他非息收入	4.0%	4.8%	22.8%	13.7%	-56.3%	7.7%	-18.3%	-20.2%	62.0%
营业收入	3.2%	4.3%	7.0%	6.8%	-1.7%	4.2%	-0.1%	-2.6%	-1.1%
业务管理费	9.2%	8.7%	9.8%	14.8%	4.5%	8.8%	8.4%	1.6%	5.5%
拨备前利润增速	2.8%	5.6%	6.9%	5.4%	5.1%	2.5%	-1.2%	-3.7%	-4.9%
资产减值损失	5.7%	-0.7%	-0.2%	0.0%	12.7%	7.3%	-5.5%	-10.0%	-8.2%
净利润增速	1.5%	9.9%	10.1%	10.3%	5.1%	4.9%	5.6%	3.5%	0.0%
单季业绩增长	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
净利息收入	3.5%	6.8%	7.3%	9.5%	6.2%	2.9%	0.8%	-7.5%	-4.8%
非息净收入	2.4%	2.2%	27.8%	-3.5%	-21.3%	29.3%	-31.0%	-20.8%	11.2%
净手续费收入	1.3%	-0.5%	-0.3%	5.8%	1.3%	-1.3%	0.8%	-14.7%	-2.9%
其他非息收入	4.0%	5.6%	61.1%	-12.6%	-56.3%	65.8%	-54.2%	-28.0%	62.0%
营业收入	3.2%	5.5%	12.5%	6.3%	-1.7%	10.1%	-8.3%	-10.4%	-1.1%
业务管理费	9.2%	8.3%	11.7%	24.5%	4.5%	12.4%	7.8%	-10.1%	5.5%
拨备前利润增速	2.8%	8.6%	9.6%	0.3%	5.1%	-0.2%	-8.7%	-13.5%	-4.9%
资产减值损失	5.7%	-6.5%	0.9%	1.6%	12.7%	1.8%	-34.7%	-44.0%	-8.2%
净利润增速	1.5%	20.9%	10.6%	10.6%	5.1%	4.7%	6.8%	-1.9%	0.0%
盈利指标	1Q21	1H21	9M21	2021	1Q22	1H22	9M21	2022	1Q23
净息差(日均余额口径)	2.14%	2.12%	2.11%	2.11%	2.10%	2.03%	1.98%	1.92%	1.77%
净息差(期初期末口径)	2.01%	2.00%	2.01%	2.03%	1.99%	1.93%	1.90%	1.85%	1.67%
成本收入比	17.6%	19.3%	20.1%	24.0%	18.7%	20.1%	21.8%	25.0%	20.0%
净手续费收入占比	17.6%	16.2%	14.8%	14.1%	18.1%	15.6%	14.8%	14.1%	17.8%
非息收入占比	28.9%	28.1%	28.2%	26.7%	23.1%	27.9%	25.8%	24.4%	26.0%
资产质量	1Q21	1H21	9M21	2021	1Q22	1H22	9M21	2022	1Q23
不良率	1.58%	1.54%	1.52%	1.42%	1.42%	1.41%	1.40%	1.38%	1.38%
关注率		1.93%		1.99%		1.87%		1.95%	
逾期率		1.33%		1.23%		1.20%		1.22%	
不良净生成率		0.63%		0.54%		0.73%		0.55%	
核销转出率		30.55%		34.36%		35.91%		29.02%	
逾期90+偏离度		65.65%		62.18%		59.45%		59.23%	
信用成本		1.06%		0.86%		0.91%		0.65%	
拨备覆盖率	183.22%	191.97%	196.80%	205.84%	209.91%	207.03%	206.80%	209.47%	213.57%
拨贷比	2.89%	2.96%	3.00%	2.92%	2.98%	2.93%	2.90%	2.90%	2.94%
资本情况	1Q21	1H21	9M21	2021	1Q22	1H22	9M21	2022	1Q23
核心一级资本充足率	13.29%	12.90%	13.14%	13.31%	13.43%	13.29%	13.68%	14.04%	13.70%
一级资本充足率	14.36%	14.28%	14.68%	14.94%	15.04%	14.90%	15.28%	15.64%	15.22%
资本充足率	17.01%	17.01%	17.45%	18.02%	18.25%	18.31%	18.86%	19.26%	18.79%

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

图表2: 盈利预测表

利润表 (百万)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	增长指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利息收入	690,680	693,687	709,715	745,438	799,128	业绩增长					
手续费及佣金	133,024	129,265	134,824	140,591	146,573	净利息收入	6.8%	0.4%	2.3%	5.0%	7.2%
其他收入	119,058	95,037	106,441	111,764	117,352	手续费及佣金	1.4%	-2.8%	4.3%	4.3%	4.3%
营业收入	942,762	917,989	950,981	997,793	1,063,05	非息收入	6.9%	-11.0%	7.6%	4.6%	4.6%
营业税及附加	(9,318)	(10,100)	(10,685)	(11,486)	(12,429)	营业收入	6.8%	-2.6%	3.6%	4.9%	6.5%
业务管理费	(225,945)	(229,615)	(228,235)	(234,481)	(244,502)	营业支出	9.7%	-0.4%	4.5%	4.9%	4.6%
拨备前利润	626,187	602,797	621,488	652,196	701,510	拨备前利润	5.4%	-3.7%	3.1%	4.9%	7.6%
计提拨备	(202,623)	(182,419)	(181,109)	(191,150)	(214,884)	税前利润	8.4%	-0.5%	4.2%	4.7%	5.5%
税前利润	424,899	422,565	440,379	461,046	486,626	净利润	10.3%	3.5%	3.7%	5.3%	5.5%
所得税	(74,683)	(61,527)	(66,057)	(66,852)	(70,561)	规模增长					
净利润	348,338	360,483	373,747	393,588	415,425	贷款	11.0%	12.3%	11.0%	10.0%	9.0%
资产负债表 (百万)						存放央行	-12.4%	10.6%	4.8%	10.0%	9.0%
贷款总额	20,667,2	23,212,3	25,765,6	28,342,2	30,893,0	同业资产	-18.1%	27.9%	9.0%	9.0%	9.0%
存放央行	3,098,43	3,427,89	3,591,68	3,950,85	4,306,43	证券投资增速	7.8%	13.7%	11.3%	8.9%	8.6%
同业资产	1,490,64	1,906,57	2,078,16	2,265,19	2,469,06	总资产	5.5%	12.6%	11.1%	9.7%	8.9%
证券投资	9,257,76	10,527,2	11,715,5	12,752,5	13,848,7	存款	5.2%	13.0%	11.0%	10.0%	9.0%
总资产	35,171,3	39,609,6	44,005,7	48,261,4	52,549,2	同业负债	6.2%	17.4%	10.0%	9.0%	9.0%
客户存款	26,441,7	29,870,4	33,156,2	36,471,8	39,754,3	发行债券	-4.6%	18.5%	10.0%	10.0%	10.0%
同业负债	3,326,69	3,906,12	4,296,73	4,683,44	5,104,95	总负债	4.8%	13.2%	11.5%	9.9%	9.0%
发行债券	1,081,71	1,281,40	1,409,54	1,550,50	1,705,55	结构指标					
总负债	31,896,1	36,095,8	40,230,3	44,208,9	48,203,7	存款结构					
财务指标						活期存款	49.6%	47.8%	47.8%	47.8%	47.8%
每股指标						定期存款	49.5%	51.5%	51.5%	51.5%	51.5%
每股净利润(元)	0.95	0.97	1.01	1.06	1.12	其他存款	1.0%	0.7%	1.3%	1.3%	1.3%
每股净资产(元)	8.15	8.81	9.54	10.32	11.14	贷款结构					
每股拨备前利润	1.76	1.69	1.74	1.83	1.97	公司贷款	59.0%	59.6%	59.5%	59.5%	59.5%
P/E	5.3	5.2	5.0	4.7	4.5	个人贷款	38.4%	35.5%	36.5%	37.5%	38.5%
P/B	0.61	0.57	0.52	0.49	0.45	票据贴现	2.6%	4.9%	4.0%	3.0%	2.0%
P/PPOP	2.9	3.0	2.9	2.7	2.5	其他指标					
股息收益率	5.85%	6.06%	6.29%	6.64%	7.02%	资产质量					
利率指标						不良贷款率	1.42%	1.38%	1.34%	1.32%	1.32%
净息差	2.06%	1.89%	1.73%	1.65%	1.62%	不良生成率	0.54%	0.55%	0.50%	0.50%	0.50%
净利差	1.88%	1.68%	1.52%	1.44%	1.41%	拨备覆盖率	206%	209%	211%	210%	210%
贷款收益率	4.24%	4.10%	3.92%	3.90%	3.87%	拨贷比	2.92%	2.90%	2.82%	2.76%	2.77%
生息资产收益率	3.46%	3.48%	3.36%	3.30%	3.28%	信用成本	0.86%	0.65%	0.58%	0.56%	0.59%
存款成本率	1.56%	1.73%	1.77%	1.78%	1.80%	资本状况					
计息负债成本率	1.58%	1.80%	1.84%	1.85%	1.87%	核心一级充足率	13.31%	14.04%	13.72%	13.54%	13.43%
盈利能力						一级资本充足率	14.94%	15.64%	15.16%	14.85%	14.63%
ROAA	1.02%	0.96%	0.89%	0.85%	0.82%	资本充足率	18.02%	19.26%	18.43%	17.83%	17.37%
ROAE	12.16%	11.44%	10.97%	10.70%	10.47%	风险加权系数	61.67%	56.11%	56.00%	56.00%	56.00%

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686