

投资评级 优于大市 维持

工商银行 2023 年一季度业绩点评：净利润同比正增长，贷款质量更上层楼

股票数据

 04月28日收盘价(元) 4.72
 52周股价波动(元) 4.01-4.81

股本结构

 总股本(百万股) 356406
 流通A股(百万股) 269612
 B股/H股(百万股) 0/86794

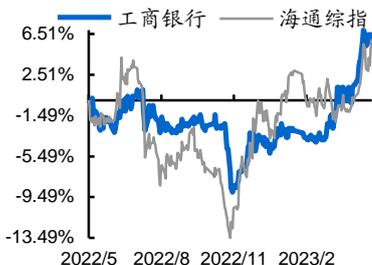
相关研究

 《工商银行 2022 年业绩点评：资产质量保持稳健，发展韧性持续强劲》
 2023.04.07

《工商银行 22 年三季度业绩点评：贷款高增，经营稳健》2022.11.01

《工商银行 22 年半年报点评：盈利稳定，资产质量不断改善》2022.09.03

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	5.1	9.8	9.0
相对涨幅 (%)	4.4	10.8	12.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@haitong.com

证书:S0850515040002

分析师:林加力

Tel:(021)23154395

Email:lj12245@haitong.com

证书:S0850518120003

联系人:董栋梁

Tel:(021) 23219356

Email:ddl13206@haitong.com

联系人:徐凝碧

Tel:(021)23154134

Email:xnb14607@haitong.com

投资要点：公司净利润同比增长，资产规模稳健增长，拨备覆盖率等贷款质量指标更上层楼。我们维持“优于大市”评级。

- **净利润同比正增长，基本盘总体稳固。** 一季度营业收入达到 2275.96 亿元，净利润突破 907.7 亿元，同比增长 0.5%，非利息收入 591.84 亿元，增长 11.20%。净利息收益率 1.77%，我们认为其在市场利率下行的背景下，保持在合理区间。
- **资产规模稳健增长。** 工商银行 23Q1 总资产、贷款净额、存款同比增速均较 2022 年末有所提升，分别环比增加 8bps、126bps、137bps。贷款占总资产比重上升 48bps 至 58.99%，存款占比上升 68bps 至 85.88%。
- **贷款质量稳中向好。** 资产质量精细化管理显出成效，风险管理水平显著提高。拨备覆盖率较 2022 年末上升 4.1 个百分点至 213.57%，不良率与 2022 年末持平，仍为 1.38%。拨贷比达到 2.94%，环比上升 4bps。
- **投资建议。** 我们预测 2023-2025 年 EPS 为 1.02、1.07、1.11 元，归母净利润增速为 4.69%、4.29%、3.96%。我们根据 DDM 模型（见表 2）得到合理价值为 5.62 元；根据可比估值法给予公司 2023E PB 估值为 0.62 倍（可比公司为 0.48 倍），对应合理价值为 5.91 元。因此给予合理价值区间为 5.62-5.91 元（对应 2023 年 PE 为 5.51-5.79 倍，同业公司对应 PE 为 4.21 倍），维持“优于大市”评级。
- **风险提示：企业偿债能力下降，资产质量大幅恶化；金融监管政策出现重大变化。**

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	942762	917989	971086	1023869	1084354
YOY (%)	6.81%	-2.63%	5.78%	5.44%	5.91%
净利润(百万元)	348338	360483	377407	393611	409187
YOY (%)	10.27%	3.49%	4.69%	4.29%	3.96%
平均净资产收益率 (%)	12.05%	11.52%	11.16%	10.79%	10.43%
平均总资产收益率 (%)	0.98%	0.93%	0.88%	0.86%	0.83%
全面摊薄 EPS (元)	0.94	0.98	1.02	1.07	1.11
BVPS (元)	8.15	8.82	9.54	10.29	11.07

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润，并且 EPS、BVPS 计算时已考虑优先股、永续债利息。

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	BVPS (元)			PB (倍)			PE (倍)	ROE (%)
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E	2022
601288	农业银行	10709	6.37	6.99	7.64	0.48	0.44	0.40	3.89	11.28
601939	建设银行	15176	10.87	11.88	12.97	0.56	0.51	0.47	4.33	12.27
601988	中国银行	9509	6.99	7.67	8.33	0.46	0.42	0.39	3.90	10.81
601328	交通银行	3773	11.43	12.43	13.49	0.44	0.41	0.38	3.88	10.35
601658	邮储银行	4998	6.90	8.45	9.40	0.78	0.64	0.58	5.06	11.89
	均值		8.51	9.48	10.37	0.55	0.48	0.44	4.21	11.32

注：收盘价为 04 月 28 日价格，可比公司 EPS、BVPS 为 wind 一致预期。

资料来源：WIND，海通证券研究所

表 2 DDM 模型下的敏感性测算

每股价值 (元)	永续净利润增速(行)				
	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%	2.4%
风险折现率(列)					
9.52%	5.18	5.25	5.32	5.40	5.48
9.32%	5.32	5.39	5.47	5.55	5.63
9.12%	5.45	5.53	5.62	5.70	5.80
8.92%	5.60	5.68	5.77	5.87	5.97
8.72%	5.76	5.85	5.94	6.04	6.15

资料来源：海通证券研究所测算

注：我们假设公司 2023-2025 年的 EPS 为 1.02、1.07、1.11 元，第四年至第十年的净利润增速为 5%、分红比例为 30%；永续阶段净利润增速为 2%、分红比例为 30%，风险折现率为 9.12%。

财务报表分析和预测

	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
估值指标 (倍):					利润表 (百万元):				
PE	4.83	3.77	3.56	3.38	营业收入				
PB	0.44	0.40	0.37	0.34	利息收入	1280376	1358648	1458697	1560539
P/B (扣除商誉)	0.50	0.46	0.43	0.40	利息支出	-586689	-615427	-666104	-711052
每股指标 (元):					净利息收入	693687	743221	792592	849487
EPS	0.98	1.02	1.07	1.11	手续费净收入	129265	132828	136240	139830
BVPS	8.82	9.54	10.29	11.07	营业收入	917989	971086	1023869	1084354
BVPS (扣除商誉)	8.81	9.53	10.28	11.06	业务及管理费	-229615	-233061	-245729	-260245
每股拨备前利润	1.70	1.84	1.95	2.07	拨备前利润	604984	654265	693697	738969
驱动性因素:					拨备	-182419	-195541	-215278	-241619
生息资产增长	13.71%	7.49%	6.98%	7.04%	税前利润	422565	458724	478418	497350
贷款增长	12.31%	9.00%	9.00%	9.00%	税后利润	361038	377988	394217	409817
存款增长	12.97%	6.00%	6.00%	6.00%	归属母公司净利	360483	377407	393611	409187
贷款收益率	4.06%	4.02%	4.00%	3.98%	资产负债表 (百万元):				
生息资产收益率	3.47%	3.39%	3.40%	3.40%	贷款总额	23212312	25301420	27578548	30060617
存款付息率	1.67%	1.70%	1.72%	1.72%	贷款减值准备	-672762	-765633	-870388	-990264
计息负债付息率	1.75%	1.70%	1.72%	1.71%	贷款净额	22591676	24535787	26708160	29070353
净息差	1.88%	1.84%	1.84%	1.85%	债券投资	10533702	10897362	11045793	11166399
风险成本	0.65%	0.81%	0.81%	0.84%	存放央行	3427892	3704538	3926811	4162419
净手续费增速	-2.83%	2.76%	2.57%	2.64%	同业资产	2056654	2365152	2719925	3127914
成本收入比	25.01%	24.00%	24.00%	24.00%	其他资产	1000222	1416333	1515225	1621917
所得税税率	14.56%	17.60%	17.60%	17.60%	生息资产	38609924	41502840	44400688	47527086
盈利及杜邦分析:					资产总额	39610146	42919173	45915913	49149003
ROAA	0.93%	0.88%	0.86%	0.83%	存款	29870491	31662720	33562484	35576233
ROAE	11.52%	11.16%	10.79%	10.43%	同业负债	3908271	4494512	5168688	5943992
净利息收入	1.86%	1.80%	1.78%	1.79%	发行债券	1281405	1345475	1385840	1427415
非净利息收入	0.60%	0.55%	0.52%	0.49%	计息负债	35060167	37502707	40117012	42947639
营业收入	2.46%	2.35%	2.31%	2.28%	负债总额	36094727	39146876	41875795	44830521
营业支出	0.64%	0.59%	0.58%	0.57%	股本	356407	356407	356407	356407
拨备前利润	1.62%	1.59%	1.56%	1.55%	资本公积	148174	148174	148174	148174
拨备	0.49%	0.47%	0.48%	0.51%	盈余公积	392487	430286	469708	510689
税前利润	1.13%	1.11%	1.08%	1.05%	一般风险准备	496719	496719	496719	496719
税收	0.16%	0.20%	0.19%	0.18%	未分配利润	1771747	1990826	2219226	2456607
业绩年增长率:					股东权益	3515419	3772296	4040118	4318482
净利息收入	0.44%	7.14%	6.64%	7.18%	负债和股东权益总额	39610146	42919173	45915913	49149003
营业收入	-2.63%	5.78%	5.44%	5.91%	资本状况:				
拨备前利润	-3.59%	8.15%	6.03%	6.53%	资本充足率	19.26%	17.09%	16.94%	17.17%
归属母公司利润	3.49%	4.69%	4.29%	3.96%	核心资本充足率	15.64%	14.06%	14.11%	14.53%
资产质量:					杠杆率	11.27	11.38	11.36	11.38
不良率	1.38%	1.36%	1.35%	1.34%	RORWA	1.62%	1.42%	1.38%	1.34%
拨备覆盖率	209.47%	223.18%	234.50%	245.91%	风险加权系数	56.11%	62.00%	62.00%	62.00%
拨贷比	2.90%	3.03%	3.16%	3.29%	备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表				
不良净生成率	0.47%	0.50%	0.52%	0.52%	资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所				

信息披露

分析师声明

孙婷 非银行金融行业
林加力 银行行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 兴业银行, 中信银行, 浙商银行, 第一创业, 江苏银行, 沪农商行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中信证券, 中国人寿, 国泰君安, 华兴资本控股, 苏州银行, 江苏金租, 瑞达期货, 上海银行, 兴业证券, 交通银行, 中国银行, 招商证券, 东亚银行, 渣打集团

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。