

银行

2014年08月22日

交通银行 (601328)

——看好事业部制改革，但资产质量承压，维持“中性”评级

报告原因：有业绩公布需要点评

中性

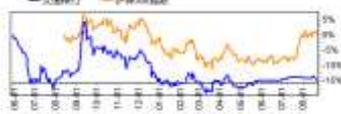
维持

| 市场数据: | 2014年08月21日 |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 4.25 |
| 一年内最高/最低(元) | 4.88/3.59 |
| 上证指数/深证成指 | 2231/8011 |
| 市净率 | 0.7 |
| 息率(分红/股价) | 6.12 |
| 流通A股市值(百万元) | 139014 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据: | 2014年06月30日 |
|--------------|-------------|
| 每股净资产(元) | 5.93 |
| 资产负债率% | 92.96 |
| 总股本/流通A股(百万) | 74263/32709 |
| 流通B股/H股(百万) | -/35012 |

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《交通银行(601328)——公司经营稳健，转型稳步推进，维持盈利预测》
2013/11/04

证券分析师

徐冰玉 A0230513080008
xuby@swsresearch.com
研究支持
高燕芸 A0230114080002
gaoyy@swsresearch.com

联系人

高燕芸
(8621)23297818x7255
gaoyy@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

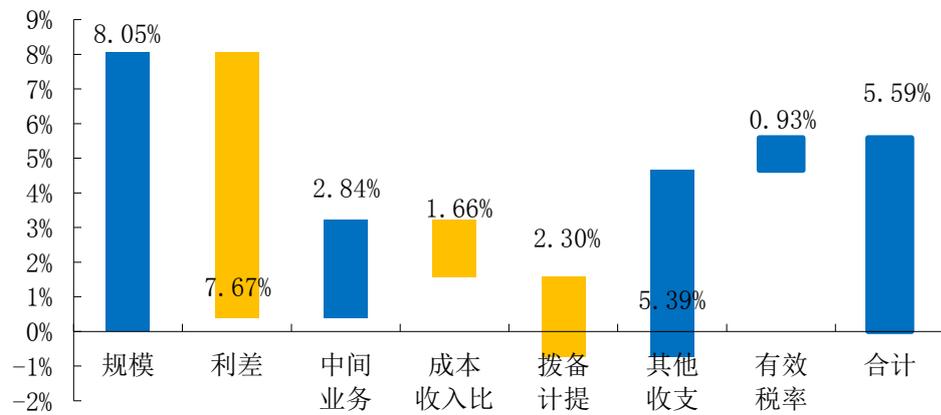
| | 营业收入 | 增长率 | 净利润 | 增长率 | 每股收益 | 总资产收益率 | 净资产收益率 | 市盈率 | 市净率 |
|-------|---------|-------|--------|------|------|--------|--------|------|------|
| 2013 | 157,063 | 11.1% | 62,295 | 6.7% | 0.84 | 1.0% | 14.8% | 5.07 | 0.75 |
| 2014H | 90,423 | 6.6% | 36,773 | 5.6% | 0.50 | 1.2% | 17.1% | | |
| 2014E | 169,456 | 7.9% | 66,122 | 6.1% | 0.89 | 1.0% | 14.2% | 4.77 | 0.68 |
| 2015E | 186,695 | 10.2% | 72,498 | 9.6% | 0.98 | 1.0% | 14.0% | 4.35 | 0.61 |
| 2016E | 204,385 | 9.5% | 79,188 | 9.2% | 1.07 | 1.0% | 13.7% | 3.99 | 0.55 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点:

- 2014年上半年，公司实现归属于母公司股东净利润367.73亿元，同比增长5.59%，略低于我们预期的6%，这主要是公司规模扩张略低于预期和拨备力度高于预期。公司实现并表后每股收益0.50元，每股净资产5.93元，年化ROAA1.2%，ROAE17.1%，分别同比下降6bp、56bp。
- 规模快速扩张、其他收入提升和中间业务收入增长是利润增长的最主要因素。
- 规模扩张贡献利润增长8.1%，是利润增长的最重要贡献因素。上半年，生息资产规模同比增长9.3%，其中，应收金融机构款项同比增长20.1%，贷款同比增长7.2%。由于受到同业监管127号文的影响，公司放缓对买入返售金融资产项下类信贷资产的配置，较13年末下降8%，转至应收款项类投资项下，导致应收账款类科目项下的信托受益权和资管计划上升23%。负债端方面，计息负债规模同比上升9.8%，客户存款同比上升10.7%，同业负债小幅上升3.6%。
- 其他收入同比大增391%，贡献利润增长5.4%。主要是由于以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产和衍生金融工具价值的变动、以及汇兑收益的变动，分别由年初亏损3.7亿、2.2亿提升至收益43亿、17亿。
- 净手续费收入同比增长13%，贡献利润增长2.8%。中收快速增长主要由于集团贸易结算量的大幅增长带来支付结算手续费的增长、大力发展资产托管、代理理财带来管理类手续费的增长，保函、承兑等表外业务的规模扩大带来的担保承诺手续费的增长，此三项同比分别增长48%、32%和20%。上半年，非利息收入占营业收入的比重较年初上升5.9%至22.7%。
- 净息差同比下降17bp，贡献利润负增长7.7%。14年上半年公司累计净息差2.39%，较年初下降13bp。虽然由于贷款收益率的提升带来生息资产收益率较年初上升15bp至5%。但是仍不及负债端成本的上升幅度，计息负债成本率同比上升28bp至2.84%，主要是由于利率市场化背景下存款成本的和同业成本的大幅提升。经测算，2单季净息差2.38%，环比提升12p。
- 不良双升，资产质量承压。面对整体经济增长放缓和结构的调整，公司上半年逾期贷款比率1.82%，较13年末上升41bp，其中3个月以内和3个月至1年逾期增速较快，分别增长63%和30%。上半年，公司不良双升，其中不良率1.13%，较13年末提升8bp。不良贷款余额344亿元，比年初增长44bp，上半年核销40亿，不良生成率较13年末下降28bp至0.34%。上半年，公司拨备覆盖率204.16%，较13年末下降9.49%，年化信贷成本较13年末上升9bp至0.68%，拨贷比2.3%较13年末上升6bp。从行业来看，资产质量压力较大的仍是钢贸企业。从区域来看，风险仍集中在江浙一带为代表的华东地区。
- 维持公司“中性”评级，看好公司六大事业部制的改革对未来经营效益的提升且公司实行资本管理高级法后资本充足率提升至12.75%，资本充足。但考虑到公司息差和资产质量仍面临较大压力，暂不上调公司盈利预测。预计14/15年净利润增速6.1%、9.6%，对应PE4.8X、4.4X，P/B0.68X、0.61X，估值优势显著。

图 1：规模快速扩张、中间业务收入增长和其他收支提升是贡献利润最主要因素



资料来源：公司 2014 年中报、申万研究

图 2：2 季度净息差环比上升



资料来源：公司 2014 年中报、申万研究

| | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 每股指标 | | | | | 经营管理 (%) | | | | |
| 每股净利润 | 0.84 | 0.89 | 0.98 | 1.07 | 贷款增长率 (毛额) | 10.83% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 每股净利润 (普通股) | 0.84 | 0.89 | 0.98 | 1.07 | 生息资产增长率 | 12.36% | 11.48% | 9.79% | 9.76% |
| 每股净资产 | 5.65 | 6.28 | 6.99 | 7.76 | 总资产增长率 | 13.04% | 11.42% | 9.88% | 9.97% |
| 每股股利 | 0.24 | 0.26 | 0.27 | 0.29 | 存款增长率 | 11.52% | 10.50% | 10.00% | 10.00% |
| 股息派发率 | 30.99% | 30.00% | 30.00% | 30.00% | 付息负债增长率 | 13.48% | 11.48% | 9.71% | 9.74% |
| 资产负债表 (人民币亿元) | | | | | 净利息收入增长率 | 8.77% | 5.65% | 8.99% | 8.85% |
| 贷款余额 (净额) | 3,193,063 | 3,513,436 | 3,856,967 | 4,234,053 | 手续费及佣金净收入增长率 | 24.36% | 19.06% | 15.61% | 12.23% |
| 其他生息资产 | 2,532,806 | 2,869,835 | 3,151,431 | 3,458,175 | 营业收入增长率 | 11.08% | 7.87% | 10.20% | 9.50% |
| 总资产 | 5,960,937 | 6,641,845 | 7,298,003 | 8,025,272 | 拨备前利润增长率 | 9.59% | 7.23% | 10.05% | 9.37% |
| 存款余额 | 4,157,833 | 4,594,405 | 5,053,846 | 5,559,231 | 税前利润增长率 | 6.25% | 6.33% | 9.62% | 9.21% |
| 其他付息负债 | 1,233,420 | 1,415,972 | 1,540,315 | 1,677,224 | 净利润增长率 | 6.73% | 6.14% | 9.64% | 9.23% |
| 总负债 | 5,539,453 | 6,173,397 | 6,776,743 | 7,446,424 | 非息收入占比 | 16.53% | 18.24% | 19.15% | 19.63% |
| 总股本 | 74,263 | 74,263 | 74,263 | 74,263 | 成本收入比 | 29.57% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 股东权益 | 419,561 | 466,375 | 519,036 | 576,475 | 信贷成本 | 0.62% | 0.62% | 0.63% | 0.63% |
| 利润表 (人民币亿元) | | | | | 有效税率 | 22.26% | 22.00% | 22.00% | 22.00% |
| 净利息收入 | 130,658 | 138,039 | 150,451 | 163,769 | 盈利能力 (%) | | | | |
| 手续费及佣金净收入 | 25,968 | 30,917 | 35,744 | 40,116 | 平均贷款收益率 | 5.67% | 6.22% | 6.22% | 6.22% |
| 营业收入合计 | 157,063 | 169,456 | 186,695 | 204,385 | 平均生息资产收益率 | 4.79% | 4.71% | 4.70% | 4.70% |
| 营业费用 | -46,440 | -50,837 | -56,009 | -61,316 | 平均存款付息率 | 2.14% | 2.18% | 2.22% | 2.25% |
| 拨备前利润 | 99,067 | 106,229 | 116,906 | 127,860 | 平均付息负债付息率 | 2.54% | 2.58% | 2.60% | 2.63% |
| 资产减值准备 | -19,158 | -21,264 | -23,768 | -26,144 | 存贷利差 | 3.53% | 4.04% | 4.01% | 3.97% |
| 税前利润 | 79,909 | 84,964 | 93,138 | 101,715 | 净利差 | 2.26% | 2.13% | 2.09% | 2.07% |
| 净利润 (归属母公司) | 62,295 | 66,122 | 72,498 | 79,188 | 净息差 | 2.41% | 2.28% | 2.25% | 2.23% |
| 资本状况 (%) | | | | | 拨备前ROA | 1.66% | 1.60% | 1.60% | 1.59% |
| 核心一级资本充足率 | 9.76% | 9.81% | 10.00% | 11.11% | 拨备前ROE | 23.61% | 22.78% | 22.52% | 22.18% |
| 一级资本充足率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 拨备前ROAA | 1.76% | 1.69% | 1.68% | 1.67% |
| 资本充足率 | 12.08% | 12.17% | 12.16% | 13.10% | 拨备前ROAE | 24.78% | 23.98% | 23.73% | 23.34% |
| 资产风险权重平均系数 | 71.70% | 71.00% | 71.00% | 71.00% | ROA | 1.05% | 1.00% | 0.99% | 0.99% |
| 资产质量 (%) | | | | | ROE | 14.85% | 14.18% | 13.97% | 13.74% |
| 正常 | 97.14% | - | - | - | ROE (普通股) | 14.85% | 14.18% | 13.97% | 13.74% |
| 关注 | 1.81% | - | - | - | ROAA | 1.11% | 1.05% | 1.04% | 1.03% |
| 次级 | 0.42% | - | - | - | ROAE | 15.58% | 14.93% | 14.71% | 14.46% |
| 可疑 | 0.42% | - | - | - | 流动性 (%) | | | | |
| 损失 | 0.21% | - | - | - | 准备金率 | 21.56% | 21.56% | 21.56% | 21.56% |
| 不良贷款比例 | 1.05% | 1.15% | 1.35% | 1.45% | 存贷比例 (含贴现) | 78.56% | 78.20% | 78.20% | 78.20% |
| 不良贷款余额 (亿元) | 34,310 | 41,458 | 53,550 | 63,001 | 存贷比例 (不含贴现) | 61.04% | 58.39% | 58.34% | 58.22% |
| 逾期贷款比例 | | | | | 贷款/总资产 | 53.57% | 52.90% | 52.85% | 52.76% |
| 贷款减值准备覆盖率 | 214% | 192% | 178% | 180% | 债券投资/总资产 | 17.95% | 17.72% | 18.06% | 18.39% |
| 拨贷比 | 2.24% | 2.21% | 2.41% | 2.61% | | | | | |

附：估值比较表

| | 收盘价 | EPS | | | 每股净资产 | | |
|--------|-----------|-------|---------|---------|-------|---------|---------|
| | 2014/8/21 | 2013年 | 2014年 E | 2015年 E | 2013年 | 2014年 E | 2015年 E |
| 工行 | 3.50 | 0.75 | 0.81 | 0.87 | 3.63 | 4.17 | 5.00 |
| 建行 | 4.07 | 0.86 | 0.94 | 1.01 | 4.26 | 4.90 | 5.58 |
| 中行 | 2.69 | 0.56 | 0.62 | 0.67 | 3.31 | 3.73 | 4.41 |
| 农行 | 2.48 | 0.51 | 0.57 | 0.62 | 2.60 | 2.99 | 3.67 |
| 交行 | 4.25 | 0.84 | 0.89 | 0.98 | 5.65 | 6.28 | 6.99 |
| 招商 | 10.60 | 2.05 | 2.42 | 2.82 | 10.53 | 12.33 | 14.54 |
| 中信 | 4.34 | 0.84 | 0.97 | 1.13 | 4.82 | 5.54 | 6.38 |
| 民生 | 6.32 | 1.49 | 1.40 | 1.56 | 6.97 | 7.12 | 8.54 |
| 兴业 | 10.31 | 2.16 | 2.50 | 2.74 | 10.49 | 12.52 | 14.86 |
| 浦发 | 9.50 | 2.19 | 2.52 | 2.75 | 10.96 | 12.81 | 16.52 |
| 华夏 | 8.41 | 1.74 | 2.03 | 2.32 | 9.59 | 11.19 | 13.10 |
| 平安 | 10.34 | 1.60 | 1.55 | 1.83 | 11.77 | 11.20 | 14.58 |
| 北京 | 7.00 | 1.53 | 1.75 | 1.92 | 8.88 | 10.45 | 12.19 |
| 南京 | 8.19 | 1.51 | 1.70 | 1.92 | 8.96 | 10.20 | 11.69 |
| | 投资评级 | PE | | | PB | | |
| | | 2013年 | 2014年 E | 2015年 E | 2013年 | 2014年 E | 2015年 E |
| 工行 | 增持 | 4.68 | 4.33 | 4.04 | 0.97 | 0.84 | 0.70 |
| 建行 | 增持 | 4.74 | 4.34 | 4.02 | 0.95 | 0.83 | 0.73 |
| 中行 | 买入 | 4.79 | 4.35 | 4.02 | 0.81 | 0.72 | 0.61 |
| 农行 | 买入 | 4.84 | 4.34 | 4.02 | 0.96 | 0.83 | 0.68 |
| 交行 | 中性 | 5.07 | 4.77 | 4.35 | 0.75 | 0.68 | 0.61 |
| 招商 | 增持 | 5.17 | 4.38 | 3.76 | 1.01 | 0.86 | 0.73 |
| 中信 | 增持 | 5.18 | 4.46 | 3.84 | 0.90 | 0.78 | 0.68 |
| 民生 | 增持 | 4.24 | 4.52 | 4.06 | 0.91 | 0.89 | 0.74 |
| 兴业 | 买入 | 4.77 | 4.13 | 3.77 | 0.98 | 0.82 | 0.69 |
| 浦发 | 增持 | 4.33 | 3.78 | 3.45 | 0.87 | 0.74 | 0.57 |
| 华夏 | 买入 | 4.83 | 4.14 | 3.63 | 0.88 | 0.75 | 0.64 |
| 平安 | 买入 | 6.46 | 6.66 | 5.66 | 0.88 | 0.92 | 0.71 |
| 北京 | 增持 | 4.58 | 3.99 | 3.64 | 0.79 | 0.67 | 0.57 |
| 南京 | 增持 | 5.41 | 4.81 | 4.27 | 0.91 | 0.80 | 0.70 |
| A股平均水平 | | 4.96 | 4.52 | 4.03 | 0.90 | 0.80 | 0.67 |
| 国有银行 | | 4.76 | 4.34 | 4.03 | 0.92 | 0.80 | 0.68 |
| 股份制银行 | | 4.96 | 4.55 | 4.02 | 0.89 | 0.79 | 0.67 |
| 城商行 | | 5.56 | 5.03 | 4.28 | 1.00 | 0.87 | 0.75 |

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。