

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 5.52
合理价格区间(元): 7.71~8.62

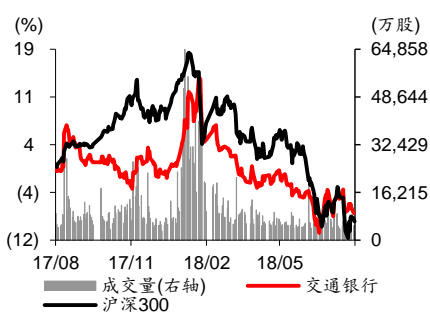
沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

郭其伟 执业证书编号: S0570517110002
研究员 0755-23952805
guoqiwei@htsc.com

相关研究

- 1 《交通银行(601328):深化改革渐入佳境, 打开增长新空间》2016.10
- 2 《交通银行(601328):业绩略超预期, 但资产质量有所下行》2013.03
- 3 《交通银行(601328):经营业绩符合预期, 定增提供后续动力》2012.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

改革臻佳境, 渐看云起时

交通银行(601328)

深化改革渐入佳境, 盈利释放可期

交通银行是我国历史最悠久的银行之一, 同时又是我国历次金融领域改革的先行先试者, 改革基因与生俱来。2018 年公司新一任领导班子到位, 恰逢国有金融资本深化改革提速, 公司改革红利有望加速释放。公司非息收入板块亮眼, 信用卡与财富管理是公司零售转型的两大亮点, 盈利贡献持续提升, 轻资本优势凸显。公司基本面持续向好, 净息差有望企稳回升, 资产质量稳步改善, 资本充裕护航下, 公司盈利释放可期。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 0.98/ 1.05/ 1.14 元, 2018 年 BVPS 为 9.07 元, 目前股价对应 2018 年 0.61xPB, 5.63xPE, 维持“增持”评级。

深化改革提速, 改革红利加速释放

公司是历次金融领域改革先行先试者: 1987 年作为全国首家股份制商业银行重新组建成立, 2004 年引入战略投资者汇丰银行。2015 年提出深化改革方案, 围绕公司治理与经营模式创新推出员工持股、“事业部+分行”双轮驱动、职业经理人机制等, 机制改革是经营创新的基础设施保障, 目前改革渐入佳境。2018 年公司新一任领导班子到位, 恰逢国有金融资本管理意见出台, 深化改革提速、改革红利释放可期。

非息收入亮眼, 两大亮点支撑零售转型

公司非息收入表现亮眼, 2017 年非息收入占营业收入比例为 35%, 在国有行中占比最高、股份行亦居行业前列。信用卡与财富管理是公司非息收入主要支撑, 其中信用卡为公司转型关键支柱, 财富管理是公司核心战略, 2017 年银行卡与理财业务收入占营业收入比例分别为 9.26%、2.93%, 占比较去年提升 2.12、0.88pct, 收入贡献持续提升。

基本面改善, 净息差与资产质量企稳回暖可期

公司净息差水平在同业中较低, 主要由于公司存款成本定价偏高, 以及同业负债比例偏高导致负债成本偏高所致。2016 年以来公司同业负债占比持续下降, 今年以来银行间市场同业资金利率下行, 下半年流动性合理宽裕可期, 我们认为公司负债成本有望改善, 净息差企稳回升可期。公司资产质量持续改善, 资本保持充裕, 盈利释放可期。

轻资本优势凸显、基本面改善可期, “增持”评级

我们预测公司 2018-2020 年归母净利润增速 4.08%/6.40%/9.30% (2018 年前次预测为 10.8%), EPS 0.98/1.05/1.14 元 (2018 年前次预测为 0.97 元), BVPS 9.07/9.96/10.93 元, 目前股价对应 0.61/0.55/0.51xPB。公司可比估值参照国有银行, 2018 年 Wind 一致预期 0.79xPB, 考虑公司改革红利加速释放、中间业务收入贡献亮眼、基本面企稳改善可期, 享轻资本运营与资产扩张的估值溢价, 我们给予 2018 年 0.85~0.95xPB 估值, 调整目标价至 7.71~8.62 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期, 理财新规落地超预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	74,263
流通 A 股 (百万股)	39,251
52 周内股价区间 (元)	5.49-7.18
总市值 (百万元)	409,930
总资产 (百万元)	9,266,797
每股净资产 (元)	8.93

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	193,129	196,011	211,299	231,750	256,082
+/-%	(0.36)	1.49	7.80	9.68	10.50
归属母公司净利润 (百万元)	67,210	70,223	73,090	77,768	85,000
+/-%	1.03	4.48	4.08	6.40	9.30
EPS (元, 最新摊薄)	0.91	0.95	0.98	1.05	1.14
PE (倍)	6.13	5.87	5.70	5.36	4.90

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

百年金融老店，改革浪头舍我其谁.....	5
过去：最具改革基因，体制改革先行者.....	5
现在：深化改革提速，持续深耕“两化一行”.....	6
员工持股制度，全面激发内部活力.....	6
“事业部+分行”双轮驱动，构建新盈利极.....	6
持续深耕“两化一行”，改革红利加速释放.....	7
未来：新一轮改革提速+新一任领导班子，改革浪头舍我其谁.....	8
非息收入亮眼，关注两大亮点板块.....	9
转型关键支柱：信用卡.....	9
信用卡业务增幅显著，盈利贡献持续提升.....	9
注重科技创新，买单吧 APP 用户数行业前列.....	10
核心战略品牌：财富管理.....	12
财富管理持续发力，盈利贡献逆市上扬.....	12
底蕴深厚体系完善，享公募理财扩容红利.....	13
产品发行数量行业第一，财富管理规模提升可期.....	13
综合化与国际化助力，协同银行财富管理核心.....	14
基本面改善：净息差与资产质量企稳回升可期.....	16
资产负债结构调整，净息差回升可期.....	16
资产增速居行业前列，存贷业务比例提升.....	16
公司净息差较低，主要原因为存款成本偏高与同业负债比例偏高.....	16
高收益个人贷款比例提升，同业负债比例压降，净息差回升可期.....	19
资产质量向好，信贷成本下降.....	20
净利润增速稳定，三重驱动盈利能力有望改善.....	22
盈利预测及估值.....	23
风险提示.....	26
PE/PB - Bands.....	26

图表目录

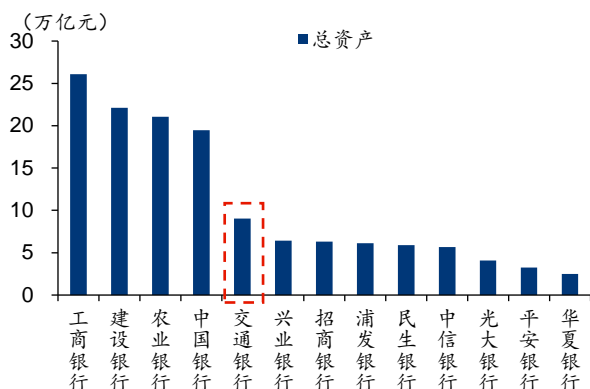
图表 1: 2017 年公司总资产规模位列上市银行第五位.....	5
图表 2: 2017 年公司营收及净利润排名, 净利润位列上市银行第六位	5
图表 3: 公司发展沿革.....	5
图表 4: 公司股权结构多元 (2018Q1 末)	6
图表 5: 公司积极改革, 推进员工持股计划	6
图表 6: 公司国际化发展指数排名靠前	7
图表 7: 2017 年公司境外资产及利润占比在国有行中仅低于中行.....	7
图表 8: 控股子公司业务牌照齐全 (2017, 亿元)	7
图表 9: 公司手续费及佣金收入与银行卡业务收入贡献持续提升	9
图表 10: 公司银行卡业务收入对 PPOP 贡献居行业中游.....	9
图表 11: 2017 年公司信用卡交易金额居行业第四位.....	9
图表 12: 2017 年公司信用卡贷款金额持续提升, 占比略降	9
图表 13: 2017 年公司信用卡单卡交易金额居行业第三, 单卡信贷额度行业第一	10
图表 14: 2017 年信用卡单卡授信额度与信用卡不良率.....	10
图表 15: 上市银行信用卡 APP 数据, 交通银行买单吧 APP 用户数居行业第三.....	11
图表 16: 公司主要信用卡卡种.....	11
图表 17: 2017 年公司财富管理业务收入对营业收入贡献居行业中游	12
图表 18: 2017 年公司财富管理业务逆市上扬	12
图表 19: 公司财富管理业务收入及其贡献比例持续提升	13
图表 20: 公司 AUM 与达标财富管理客户持续提升	13
图表 21: 公司财富管理业务产品体系完善.....	13
图表 22: 公司理财产品发行只数大幅领先同业	14
图表 23: 公司理财资金余额增加, 2017 年单只理财产品金额最小	14
图表 24: 2017 年公司理财产品各期限发行只数占比	14
图表 25: 公司保本理财产品金额占比高于行业总体	14
图表 26: 2017 年公司主要控股子公司管理资产规模	14
图表 27: 公司资产增速排名国有行与股份制银行前列	16
图表 28: 2017 年公司之贷款资产、同业资产、债券资产增速较为均衡	16
图表 29: 2018 年 1 季度贷款占生息资产比重提升	16
图表 30: 2018 年 1 季度存款占计息负债比重提升	16
图表 31: 2017 年公司之利息收入构成	17
图表 32: 2017 年公司之贷款收益低于行业平均收益 11bp.....	17
图表 33: 2017 年公司对公贷款收益低于行业平均 23bp, 个人贷款收益高出行业平均 41bp	17
图表 34: 2017 年公司利息支出构成, 存款成本与同业负债成本并驾齐驱.....	18
图表 35: 2017 年公司存款成本与股份制银行接近, 高于行业平均 28bp.....	18
图表 36: 2017 年公司对公存款成本高出行业平均 17bp, 个人存款成本高出行业平均 48bp	18
图表 37: 2017 年公司同业负债占比居于国有行与股份行前列.....	18

图表 38: 2017 年公司同业负债成本高出存款成本 136bp	18
图表 39: 2017 年下半年公司之存贷款利差首度走阔	19
图表 40: 公司之活期存款占比提升明显	19
图表 41: 公司同业负债比例持续下降	19
图表 42: 2018 年以来同业存单收益率 (6 个月期) 持续走低	19
图表 43: 2018 年 1 季度公司不良贷款比率处于行业中上游水平	20
图表 44: 2017 年公司不良贷款的相关指标均出现下降	20
图表 45: 2015~2017 年公司不良贷款生成率得到明显改善	20
图表 46: 公司信贷成本下降, 拨备覆盖率提升	21
图表 47: 行业不良贷款率: 制造业与批发零售业不良贷款率仍然高企	21
图表 48: 公司各行业贷款比例: 积极调整贷款结构, 基建类贷款占比提升明显	22
图表 49: 公司净利润增速归因分析, 三重驱动盈利能力有望改善	22
图表 50: 可比 A 股上市银行 PB 估值 (2018/ 8/ 14) (Wind 一致预期)	23
图表 51: 财务预测 (百万元)	24
图表 52: 财务数据	25
图表 53: 交通银行历史 PE-Bands	26
图表 54: 交通银行历史 PB-Bands	26

百年金融老店，改革浪头舍我其谁

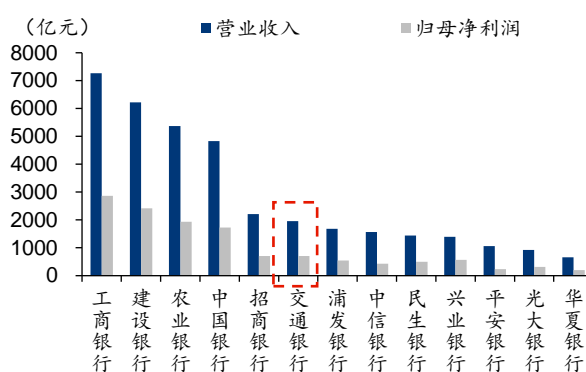
公司始建于1908年，是中国历史最悠久的银行之一，今年是交行成立110周年。截至2017年末，公司总资产9.04万亿元，位列上市银行第五位，营业收入和归母净利润为1960亿元、702亿元，归母净利润位列上市银行第六位。作为百年金融老店，公司深具历史底蕴，同时立意创新、在国有金融资本中屡开改革之先河。我们认为在新一轮国有金融资本深化改革和新任领导班子带领下，交行深化改革有望提质增效、改革红利加速释放。

图表1：2017年公司总资产规模位列上市银行第五位



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

图表2：2017年公司营收及净利润排名，净利润位列上市银行第六位



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

过去：最具改革基因，体制改革先行者

1987年国务院批准交行重新组建，同年四月对外经营，成为我国首家全国性国有股份制银行，注册资本金20亿元。2004年，公司股份制度改革整体方案获国务院批准，成为首家引进境外战略投资者的国有大型商业银行，实现股权结构多元化。2005年及2007年，公司先后完成H股、A股上市，成为国内首家赴境外上市的商业银行。在国有金融资本体制改革道路上，公司屡次先行先试、承担金融改革试验田之任，改革基因与生俱来。

图表3：公司发展沿革



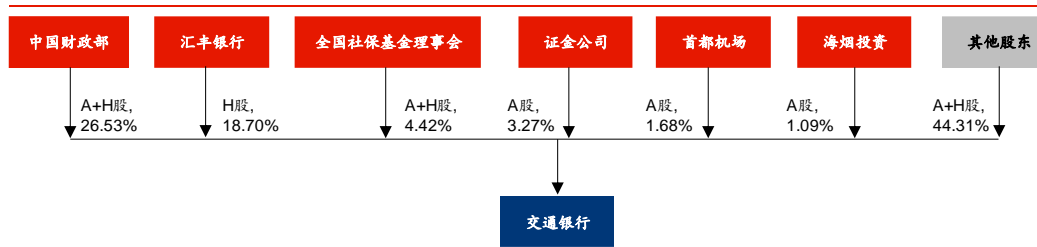
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

公司历次改革中，尤其需要关注2004年引入战略投资者汇丰银行，深化混合所有制改革。2003年国家启动大型商业银行股份制改革，十六届三中全会《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》中提出要深化金融企业改革，强调选择有条件的国有商业银行实行股份制改造。2004年公司形成深化股份制改革方案，引入境外战略投资者暨公司第二大股东汇丰银行，目前汇丰银行持股比例18.7%。

2005年H股上市之前公司境内股东已有2000多家。与国有大行相比，国家对公司的持

股比重最低。截至 2018 年一季度，境外法人汇丰银行持有公司 H 股的比重为 18.7%，公司股权多元化，在国有资本与非国有资本共同运营上具有丰富经验，在推进混改过程中具有得天独厚优势。

图表4： 公司股权结构多元（2018Q1 末）



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

现在：深化改革提速，持续深耕“两化一行”

2013 年党的十八届三中全会提出《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，开启混合所有制改革新纪元。公司于 2015 年提出深化改革方案，围绕探索大型商业银行公司治理机制、内部经营机制、经营模式转型创新三大重点稳步推进。此后每年推出 20 个细化改革项目，目前已达 60 项。公司治理机制方面，包括授权经营体系、员工持股计划、积极发挥战略投资者作用等；内部经营机制方面，包括未来重点发展的职业经理人制度、发展责任制等；内部经营模式创新方面，包括“分行制+事业部制”的双轮驱动等。公司的混改方案不仅注重横向覆盖范围的广泛，还强调自上而下的渗透，除总集团公司外，二级单位、子公司、分行层面也在全面积极推进深化改革。

员工持股制度，全面激发内部活力

国企员工持股的再次改革起源于 2013 年 11 月发布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，2014 年证监会 33 号文《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》开启了上市公司的员工持股试点。公司早在港股 IPO 前即向部分董监高发放了 H 股股票期权。2014-2015 年公司积极推进员工持股制度，强调员工自身利益与公司业绩表现的绑定。董监高及其他管理人员先后 4 次认购公司股票，目前合计持有公司 A 股 1501.42 万股、H 股 985 万股，合计占总股本的 0.33%。

图表5： 公司积极改革，推进员工持股计划

公告日期	授予对象	购入方式	授予数量	成交价格/行权价格	资金来源
2015/9/10	省分行、直属分行、海外分行、二级市场买入 H 股 总行部门及子公司负责人等核心管理人员	二级市场买入 H 股	916.9 万股	4.56 港元/股	自有资金
2015/7/27	部分董监高共 20 人	二级市场买入 H 股	68.1 万股	6.90 港元/股~7.45 港元/股	自有资金
2014/9/10~2014/9/11	部分董监高共 14 人	二级市场买入 A 股	78.4 万股	4.29 元/股~4.36 元/股	自有资金
2014 年 9 月	省分行、直属分行、海外分行、二级市场买入 A 股 总行部门及子公司负责人等核心管理人员共 378 人	二级市场买入 A 股	1353.85 万股	4.29 元/股~4.36 元/股	自有资金
2014/5/13~2014/5/14	部分董监高共 13 人	二级市场买入 A 股	56.31 万股	3.75 元/股~3.77 元/股	自有资金
2006/11/3	全职领薪的总行高级管理人员	授予 H 股股票期权（有效期 10 年）	272 万股	6.13 港元/股	-
2005/6/23	全职领薪的总行高级管理人员	授予 H 股股票期权（有效期 10 年）	750 万股	2.50 港元/股	-

资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

注：2015/9/10 的成交价格采用前一周交行港股均价

“事业部+分行”双轮驱动，构建新盈利极

双轮驱动模式源于 2015 年公司深化改革方案，在银行传统的“总—分—支”管理架构中插入专业化、板块化经营的管理机体，有利于专业化经营和集中式风险控制，注重业务发展、产品创新、人事财务等自主权。公司先后建立了金融市场、贵金属、离岸金融、票据、资产管理和信用卡六大事业部，集中处理专业化业务。目前双轮驱动体制已经逐渐成熟，

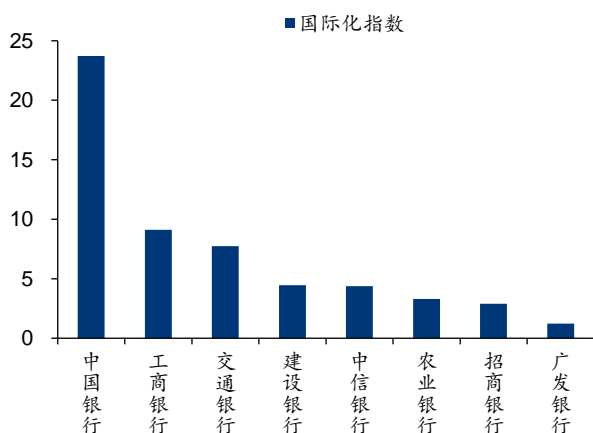
对公司利润的贡献度日益凸显。2015~2017年六大事业部制利润中心税前拨备利润同比增长分别为38.34%、25.92%及14.88%，显著高于公司净利润同期1.03%、1.03%、4.48%的同比增长幅度，构建公司经营发展新的盈利增长极。

持续深耕“两化一行”，改革红利加速释放

2009年，公司提出“两化一行”的战略方针，“走国际化、综合化道路，建立以财富管理为特色的一流公众持股银行集团”，近十年来公司不断深耕此战略，特别是在2015年深化改革以来，全牌照综合化经营、国际化业务布局、财富管理零售转型上加速释放改革红利。

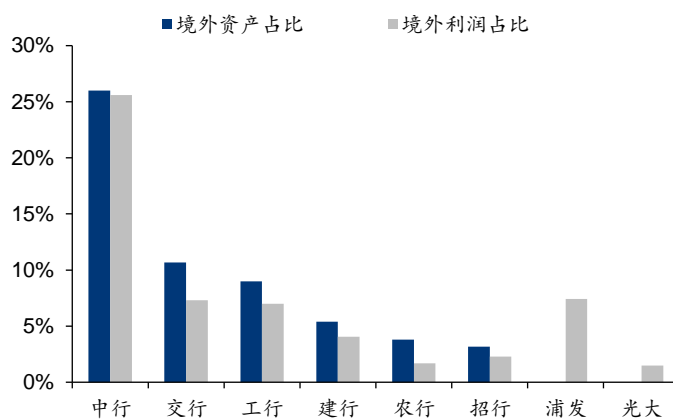
公司的国际化进程在国有行中位于前列。2017年公司境外资产及净利润占比分别为10.67%、7.3%，国有行中仅低于中行。公司积极对接“一带一路”等外向型政策，通过内保外贷、海外银团、双边贷款等方式开展境外综合金融服务。2014~2017年，公司已经为境内“一带一路”千余项目累计发放贷款4147.21亿元。

图表6：公司国际化发展指数排名靠前



资料来源：IMI，中国人民大学，华泰证券研究所

图表7：2017年公司境外资产及利润占比在国有行中仅低于中行



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

注：浦发、光大境外资产占比数据未披露。

公司综合化运营在各子公司领域均呈佳绩。公司通过设立、战略重组、收购等方式实现了金融全牌照经营，囊括保险、基金、证券、信托、租赁等金融牌照，在各细分行业均位居前列。今年2月，公司债转股子公司交银金融资产投资有限公司正式开业，注册资本100亿元，此举系对国家债转股政策的迅速反应，我们预计对公司资产质量改善与市场化债转股获益具有助力。今年5月，公司公告拟出资不超过80亿元独资设立资产管理子公司，成为首家公告设立资产管理子公司的国有银行，我们预计在资产管理业务上将获政策红利。

图表8：控股子公司业务牌照齐全（2017，亿元）

控股子公司	直接持股比例	注册资本金	业务范围	公司性质	成立时间	成立方式	净利润	占比
交银金融租赁有限公司	100.00%	85.00	金融租赁	非上市	2007-12	独资设立	24.10	3.41%
中国交银保险有限公司	100.00%	3.34	保险	非上市	2000-11	独资设立	0.12	0.02%
交银金融资产投资有限公司	100.00%	100.00	债转股	非上市	2017-12	独资设立	-	-
交银国际信托有限公司	85.00%	57.65	信托	非上市	2007-05	战略重组	9.80	1.39%
交银国际控股有限公司	73.14%	16.76	证券	H股上市	2007-05	战略重组	3.38	0.48%
交银施罗德基金管理有限公司	65.00%	5.38	基金	非上市	2005-08	共同设立	5.38	0.76%
交银康联人寿保险公司	62.50%	21.00	保险	非上市	2000-06	收购	0.39	0.06%
大邑交银兴民村镇银行有限责任公司	61.00%	0.60	银行	非上市	2008-08	共同设立	-	-
浙江安吉交银村镇银行股份有限公司	51.00%	1.80	银行	非上市	2010-04	共同设立	-	-
青岛崂山交银村镇银行股份有限公司	51.00%	1.50	银行	非上市	2012-09	共同设立	-	-
新疆石河子交银村镇银行股份有限公司	51.00%	1.50	银行	拟新三板挂牌上市	2010-12	共同设立	-	-

资料来源：Wind，公司官网，华泰证券研究所

注：交银国际信托与交银国际控股的成立时间是战略重组完成时间；中国交银保险的成立时间是公司收购完成时间

零售转型上公司持续发力信用卡与财富管理，零售业务贡献持续提升。2017年个人业务实现利润总额253.77亿元，同比增长23.74%，占比达到30.5%，较去年提升8.3pct。公司零售转型的突破口集中在信用卡及财富管理业务，借助金融科技加大业务创新力度。在中农工建分别联手BATJ后，2017年8月公司与苏宁控股、苏宁金融展开了深度战略合作，在智慧金融、全融资业务、现金管理及账户服务、信用卡等领域强强联合、互利共赢。

未来：新一轮改革提速+新一任领导班子，改革浪头舍我其谁

2018年公司新任领导班子上任，深化改革战略持续推进。恰逢今年以来国企改革显著提速：7月8日，国务院下发《关于完善国有金融资本管理的指导意见》，首次明确提出国有金融资本管理的基本原则；7月16日，国资委年中会议指出将加大央企兼并重组和混合所有制改革力度，并要进一步增加混合所有制企业员工持股试点数量，拓展试点内容、赋予试点企业更多自主权；7月26日，国务院任命刘鹤担任国企改革领导小组组长；7月30日，国务院发布《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》。

其中，《关于完善国有金融资本管理的指导意见》在国有金融资本深化改革上有一定突破：**第一是深化公司制股份制改革，明确提出探索实施国有金融企业员工持股计划；第二是改革薪酬激励制度、国有金融企业激励难题有望改善**，对党中央、国务院、地方党委和政府及相关机构任命的国有金融机构领导人员，建立正向激励机制，合理确定基本年薪、绩效年薪和任期激励收入，对市场化选聘的职业经理人，实行市场化薪酬分配机制；**第三是改革人事任免机制，根据不同机构类别和层级，实行不同的选人用人方式**。推行职业经理人制度，董事会按市场化方式选聘和管理职业经理人，并建立相应退出机制。意见对于完善国有金融资本管理机制、激发企业经营活力、推进金融领域专业化运营具有长效推动。

我们认为，国有金融资本改革此轮明确提速，交行作为历次金融领域改革先行者，此次亦有可能走在改革前列。在人事任免机制上，2016年公司已与64名经营单位主要负责人签订《职位聘任责任书》，实施“契约化管理、目标化考核”，探索“年度收入能高能低，聘任职位能上能下”的新机制。公司未来将会对职业经理人改革加大推进力度，目前正在积极探索建立职业经理人制度，构建具有交行特色的选拔聘任、考核评价和激励约束机制，未来在意见提及的薪酬改革、员工持股试点上公司有望继续落地。**机制改革是公司专业化经营的基础设施与体制保障，新一轮改革核心在于市场化激励机制与任免制度，我们认为公司在新一轮改革提速与新一任领导班子的双重驱动下，改革红利加速释放可期。**

非息收入亮眼，关注两大亮点板块

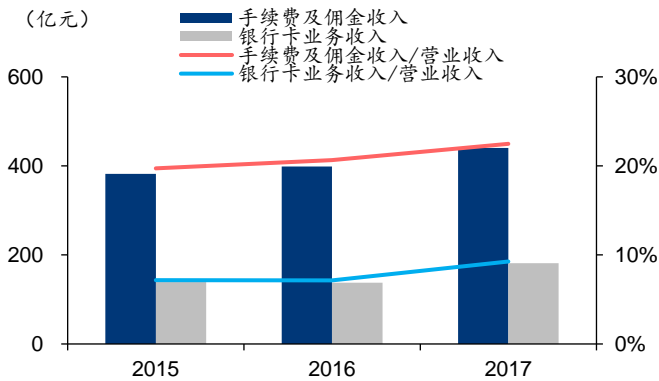
公司非息收入表现亮眼，2017年非息收入占营业收入比例为35%，在国有行中占比最高、在股份制银行中亦居前列（仅低于中信、浦发、兴业、民生），轻资本运营优势凸显。其中，信用卡业务与财富管理业务为公司深化改革转型发展的两大亮点板块，信用卡业务为公司零售转型的关键落脚点，财富管理业务为公司“两化一行”战略核心构成。2017年公司两大业务板块均表现亮眼，对公司盈利贡献持续提升、转型红利渐趋释放。

转型关键支柱：信用卡

信用卡业务增幅显著，盈利贡献持续提升

公司信用卡业务收入增速显著，对于公司拨备前利润的贡献在行业中居于前列。2017年公司手续费及佣金净收入同比增长10.21%，占营业收入比重为22.48%、同比提升1.83pct。其中银行卡手续费收入同比增长31.65%，占营业收入比重为9.26%、同比提升2.12pct。公司银行卡收入对于拨备前利润贡献在行业中居于行业中游，高于国有大行。

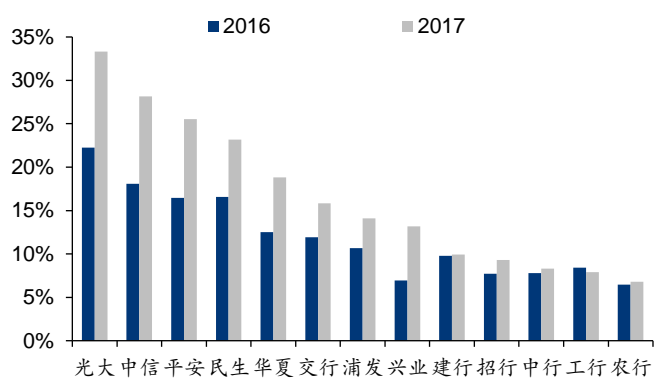
图表9：公司手续费及佣金收入与银行卡业务收入贡献持续提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：银行卡业务采用结算与银行卡业务收入口径。

图表10：公司银行卡业务收入对PPOP贡献居行业中游

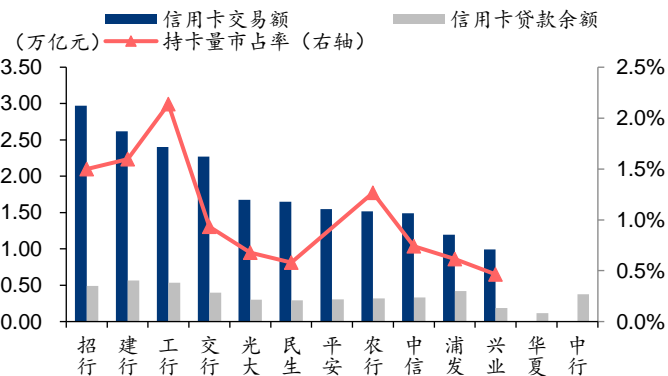


资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：采用银行卡业务收入近似信用卡收入，PPOP为营业利润与资产减值损失之和。

2017年末，公司信用卡在册卡量6243万张、同比增长23.80%，信用卡贷款余额3990亿元、同比增长29.61%，信用卡交易金额2.27万亿元、同比增长23.52%，在披露数据银行中，公司信用卡贷款余额与交易金额居行业第四位，在国有大行中高于中行、农行，在股份制银行中仅次于招商银行，具有较高市场占有率。

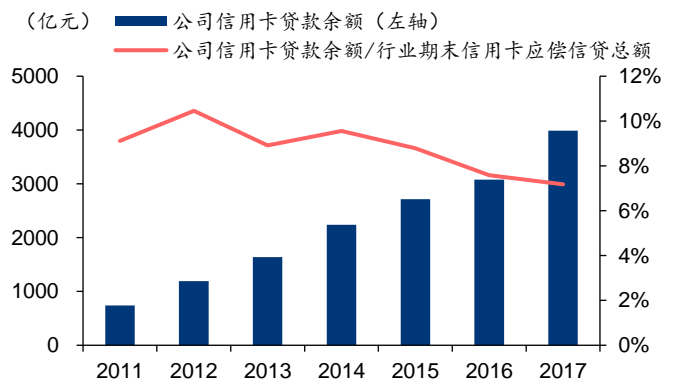
图表11：2017年公司信用卡交易金额居行业第四位



资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：中行、华夏未披露信用卡交易金额，故采用空值。中行、平安、华夏持卡量子市占率数据缺失

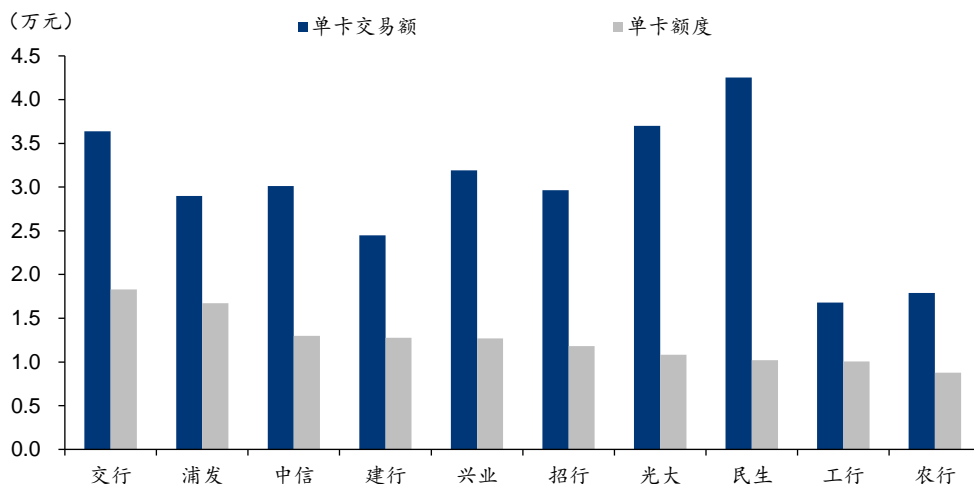
图表12：2017年公司信用卡贷款金额持续提升，占比略降



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司信用卡业务单卡信贷额度与单卡交易金额居于行业前列，使用活跃度较高。2017年末公司信用卡单卡额度为1.83万元，单卡额度按2017年末信用卡贷款余额与信贷承诺额度除以在册卡量计算，在披露数据的国有大行和股份制银行中单卡额度最高。公司信用卡单卡交易金额3.64万元，在披露数据的国有大行和股份制银行中仅次于光大与平安。

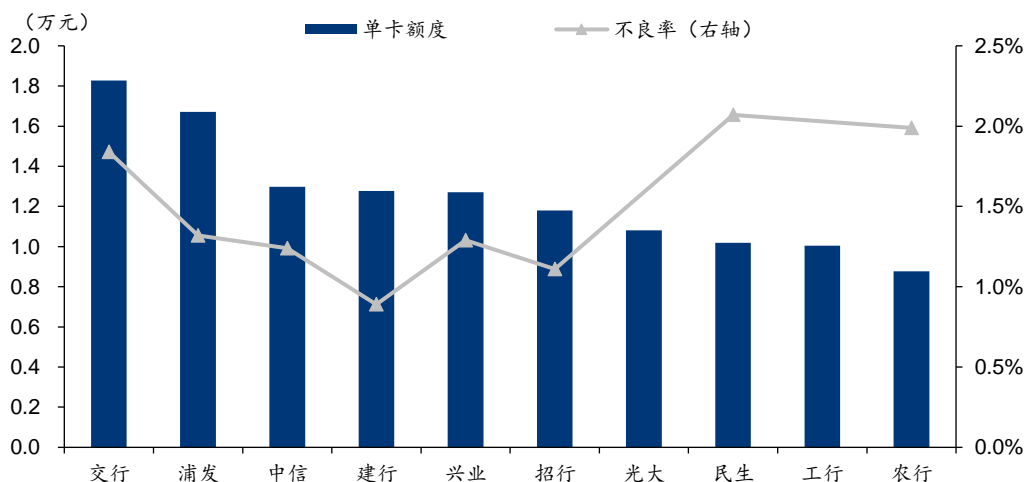
图表13：2017年公司信用卡单卡交易金额居行业第三，单卡信贷额度行业第一



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2017年，公司信用卡业务透支减值率为1.84%，同比下降0.11pct。公司透支减值率在国有行与股份行中较高，我们认为主要受单卡定额较高策略以及品牌推广覆盖客户层级下沉有关。公司信用卡业务采用单户定额较高策略，包括提升单卡信贷额度与单卡交易金额，以提升客户对于公司信用卡业务的活跃度与粘性，与此同时，单户定额较高策略亦造成其授信集中度较高、违约损失率提升，从而一定程度推高透支减值率。另一方面，公司近年来持续推出线上创新产品，并通过天使贷、Y-POWER卡等覆盖年轻群体，客户下沉与产品创新过程中透支减值率较高，预计在客群与风控数据积累后渐趋缓解。

图表14：2017年信用卡单卡授信额度与信用卡不良率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

注: 光大, 工行信用卡不良率数据缺失。

注重科技创新，买单吧APP用户数行业前列

公司信用卡业务充分利用“互联网+”的理念走创新发展之路。2017年4月业内率先推出“手机信用卡”，积极向“信用卡互联网平台和消费信贷供应商”转型，并首创“秒批、秒用、秒贷”模式，信用卡的全生命周期均在线上完成。公司加强支付产品创新，2016

业内首家上线银联标准二维码支付产品,联合银联推出银闪付业务,目前已囊括了 Apple Pay、Huawei Pay、Mi Pay、Samsung Pay 等支付产品。通过积极优化“买单吧”信用卡 APP 绑定 C 端客户资源,树立先发优势。截至 2017 年末,“买单吧”APP 累计绑卡客户数突破 3800 万,稳居行业前列。根据易观千帆数据,2017 年“买单吧”APP 月度用户规模稳定在千万以上,仅次于招商银行及平安银行。

图表15: 上市银行信用卡 APP 数据, 交通银行买单吧 APP 用户数居行业第三

2017	APP	活跃人数(万)	启动次数(万)	人均启用次数	用户数(万)
招商银行	掌上生活	2306.4	16226.6	7.0	2318.1
平安银行	口袋银行	1413.7	15265.1	10.8	1413.4
交通银行	买单吧	1114.1	7722.1	6.9	1119.1
广发银行	发现精彩	291.8	1549.4	5.3	292.3
光大银行	阳光惠生活	251.5	1404.8	5.6	250.9
中信银行	动卡空间	197.1	821.3	4.2	195.5
中国银行	缤纷生活	51.6	131.5	2.5	52.6

资料来源: 易观千帆, 华泰证券研究所

注: 该表列示商业银行仅涉及信用卡业务的 APP

公司在卡种创新和品牌推广上持续发力。2017 年推出“中铁网络联名信用卡”, 以及白金卡 2.0 升级版。其中, 公司白金卡被 21 世纪传媒和蓝莓测评等多家独立机构评为年度最佳白金信用卡。2016 年与多家名企合作, 推出沃尔玛环球卡、华润万家信用卡、优酷信用卡和爱奇艺信用卡等联名信用卡, 覆盖商旅、消费、娱乐等多主体客群。2016 年, 公司推出“最红星期五”、“跨年周周刷”、“餐饮超红季”等营销活动, 并在香港、澳门、日本、韩国、泰国、美国 6 大出境重点地区推广境外商户活动, 提升境外交易金额。另外公司发行“交元”系列信用卡分期资产支持证券, 2016 年第一期规模达人民币 80 亿元, 为市场最大单个人消费贷款证券类产品, 对其信用卡品牌推广与资产腾挪、信贷额度释放有较大助力。

图表16: 公司主要信用卡卡种

卡种	举例	主打客群	优惠活动
标准卡	标准信用卡金卡、标准信用卡普卡等	一般客户	“最红星期五”商户优惠计划-加油乐享 5% 优惠。
标准白金卡	标准白金信用卡、悦动人生白金卡、	达标客户	每年 6 次国内和 6 次国际机场贵宾室服务, 分行贵宾通道服务, 每年 6 次酒后代驾服务等。
优逸白金	YouthElite 优逸白金卡、Y-EliteKindle 优逸白金卡等	青年人群	温德姆酒店折扣礼遇, 境外机场贵宾室服务 3 次, 首年免年费, 消费满 6 笔免次年年费。
活力青年	Y-POWER 信用卡白金卡、Y-POWER 信用卡黑卡等	青年人群	分期消费门槛低至 500 元, 取现手续费低至每笔 5 元。
休闲卡种	太平洋爱奇艺悦享卡、优酷信用卡、蜀门手游联名卡、择天记手游银联金卡等	娱乐 IP 爱好者	新户办卡最多可换购 9 个月会员, 新户办卡赠游戏礼包。
商务旅行	中铁网络联名信用卡金卡、锦江之星金卡、东方航空普卡等	商旅人士	新户办卡 3000 里程轻松享、享房费 9 折、餐饮 88 折等。
消费卡种	沃尔玛卡信用卡普卡、苏宁电器信用卡金卡、乐购信用卡金卡、金鹰信用卡金卡等	时尚消费人群	新户办卡 200 元刷卡金轻松享, 积分自动兑换刷卡金等。
汽车系列	永达汽车信用卡普卡、永达汽车信用卡金卡等	有车一族	永达汽车提供的多项汽车增值服务。

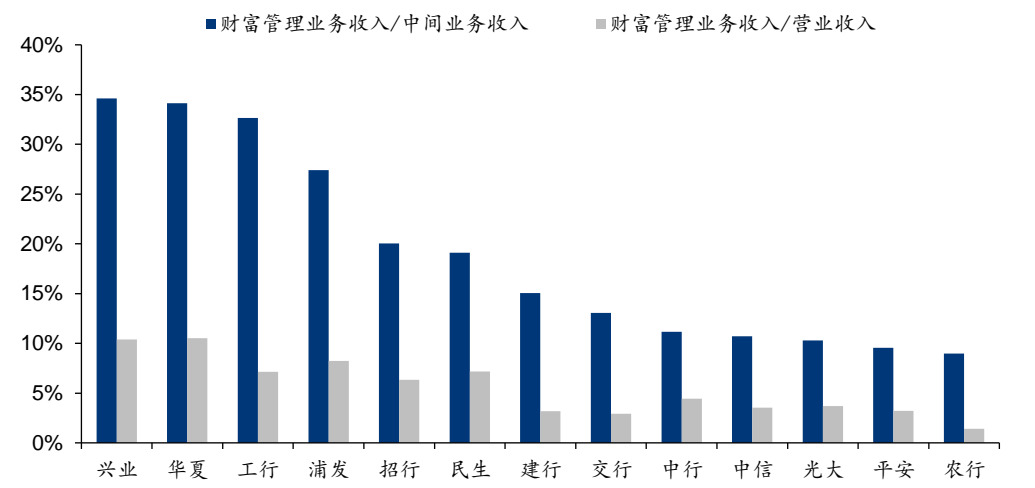
资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

核心战略品牌：财富管理

财富管理持续发力，盈利贡献逆市上扬

财富管理为公司“两化一行”战略重要构成，公司持续加大财富管理业务投入，丰富财富管理品牌内涵。2017年公司管理类手续费收入149.48亿元、同比增加19.56%，占手续费及佣金收入比例为33.9%、同比提升2.6pct，占营业收入比例为7.6%、同比提升1.1pct。2017年公司代理类手续费收入32.16亿元、同比下降30.63%，主要由于代理保险业务减少。2017年公司管理类手续费收入中表外理财收入57.48亿元、同比增加44.86%，占营业收入比例为2.93%、同比提升0.88pct，表外理财收入贡献居行业中游水平。

图表17：2017年公司财富管理业务收入对营业收入贡献居行业中游

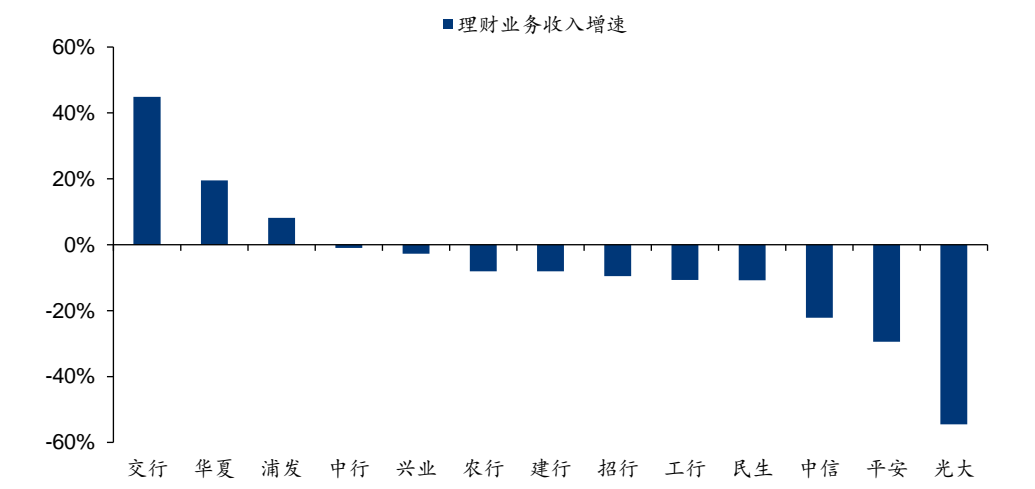


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

注：财富管理业务口径为银行表外理财业务。

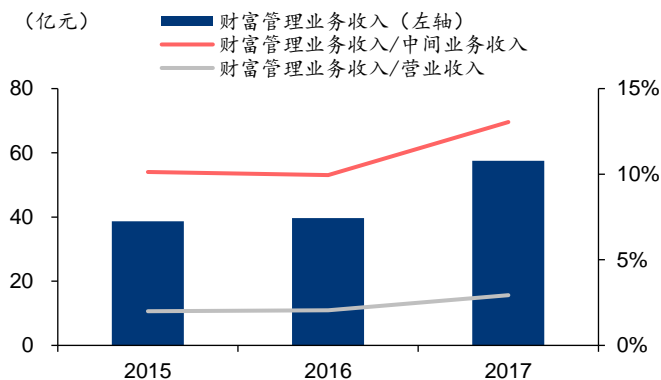
金融强监管背景下，公司稳健经营红利凸显。2017年金融去杠杆、强监管背景下，三三四十专项检查、资管新规、委贷新规、银行理财新规等政策陆续落地，对商业银行资产管理业务造成显著影响，银行普遍在发行产品、募集资金、资产合规投放多个环节面临较大整改压力，导致2017年资产管理相关收入承压。公司2017年财富管理业务逆势上扬，体现其在财富管理业务上的持续积累，稳健经营红利凸显释放。

图表18：2017年公司财富管理业务逆市上扬



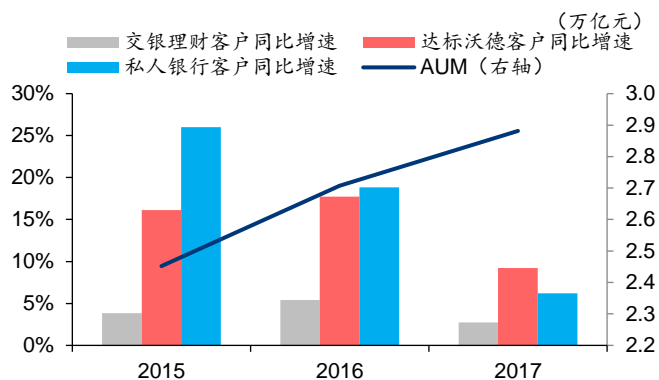
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 公司财富管理业务收入及其贡献比例持续提升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 公司 AUM 与达标财富管理客户持续提升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

底蕴深厚体系完善, 享公募理财扩容红利

财富管理业务是公司的优势所在, 也是公司零售转型的重要抓手。公司理财产品根据个人金融资产的规模对客户进行分类, 分层体系成熟, 针对不同层级的客户建立起“沃德财富+私人银行+交银理财+快捷理财”的产品体系, 品牌效应凸显。2005年公司推出专为高净值人士的金融服务品牌—沃德财富, 以沃德财富为基础, 公司2008年3月紧随市场潮流开展私人银行业务, 针对要求更高的私人客户, 由沃德客户经理、私人银行顾问和个人财富管理专家组成“1+1+1”的服务体系。2006年设立针对个人客户的全新综合理财服务品牌—交银理财, 提供日常服务、理财规划、财富保障等产品。2009年公司独家首推快捷理财, 满足大众理财服务需求, 理财产品的全生命周期中“快捷”的特点非常明显。

其中, “快捷理财”产品分类标准, 与2018年7月落地的银行理财新规细则中调整后公募理财产品的销售起点标准1万元一致。公司自2009年即覆盖该客群, 对新规下公募理财产品扩容的该部分市场具有先发优势, 我们预计对公司公募理财规模提升有一定助力。

公司财富管理规模与客户数持续增加。公司管理的个人金融资产(AUM)2.88万亿元, 同比增长6.44%。达标交银理财、沃德和私人银行客户数同比增长2.73%、9.23%和6.21%, 季日均资产5万元以上财富管理客户数同比增长6.7%。

图表21: 公司财富管理业务产品体系完善

产品类别	推出时间	客户要求	产品特点	客户数量
私人银行	2008年3月	季日均个人金融资产不低于600万元	整合沃德客户经理、私人银行顾问和个人财富管理专家力量, 提供“1+1+1”综合化服务。	2017年达标客户数量同比增长6.21%
沃德财富	2005年	季日均个人金融资产不低于50万元	专业团队一对一服务, 提供六大专属服务, 包括专享优先服务、专享贵宾权益、专享财富管理、基础财富管理等。	2017年达标客户数量同比增长9.23%
交银理财	2006年	签约开户: 季日均或时点个人资产达到5万元	针对个人客户的全新组合综合理财服务品牌, 包括日常服务、理财规划、财富保障等。	2017年达标客户数量同比增长2.73%
快捷理财	2009年11月	季日均个人金融资产达到1万元	主要的特点是快捷, 1) 门槛低; 2) 快捷尊享“一个团队、二免资费、三享服务”; 3) 线上线下快捷开通。	目前约70万人

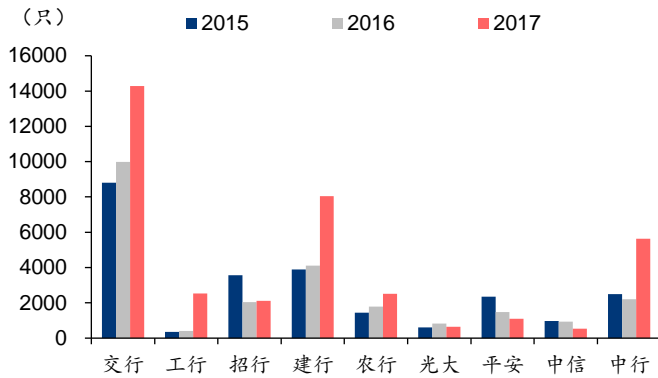
资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

注: 快捷理财客户数量为公司官网概数。

产品发行数量行业第一, 财富管理规模提升可期

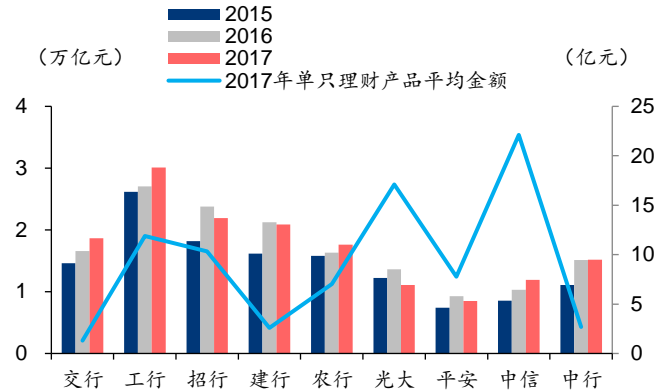
公司近年来理财产品发行力度显著提升, 2017年发行理财产品14,288只, 较2016年增加了4,299只, 发行数量位列上市银行第一位, 较第二名建设银行多出6,239只。2017年末公司理财资金余额为1.86万亿元, 仅次于工行、招行与建行。值得关注的是, 公司单只理财产品平均发行金额为1.3亿元, 在国有行与股份制银行中最低。较大的理财产品只数与单只较低的发行金额可见公司在财富管理上的发力策略, 力图通过高频、小额产品吸引客户, 我们预计对其财富管理规模提升有一定助力。

图表22: 公司理财产品发行只数大幅领先同业



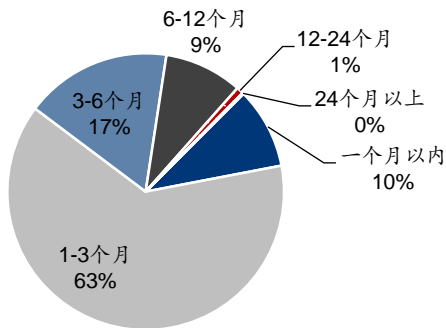
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 公司理财资金余额增加, 2017年单只理财产品金额最小



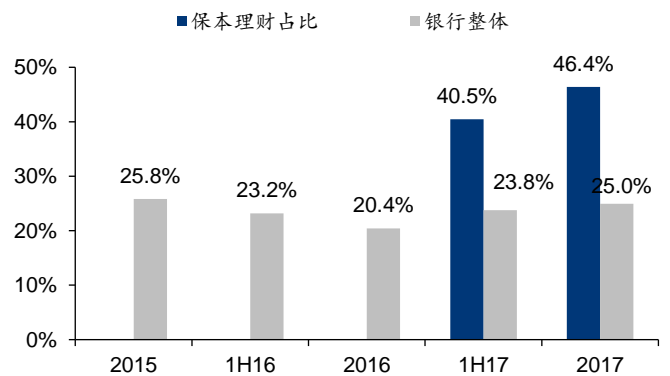
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表24: 2017年公司理财产品各期限发行只数占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 公司保本理财产品金额占比高于行业总体



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

综合化与国际化助力, 协同银行财富管理核心

公司在财富管理业务上受益于综合化经营积淀, 综合金融布局对于公司财富管理业务的助力主要体现在两方面: 第一是可借力包括保险、基金、证券、信托、租赁等金融牌照, 为客户提供全方位的金融服务和金融产品, 减少相关产品的研发与渠道成本; 第二是可借助各子公司的渠道优势, 实现客群迁徙与渠道共享, 以全金融牌照的触角拓展财富客户。

目前持有多金融牌照的金融集团不在交通银行独家, 国有大行、中信、光大、平安均有此战略优势, 但公司在此方面的独到之处在于, 其子公司在各细分行业经营均位居前列, 对于银行的协同作用较其他金融集团具有更显著助力。公司独资设立的交银金融租赁是首批银行系金融租赁企业, 2017年实现净利润24.1亿元, 位列行业第一。交银国际信托是国内首家商业银行控股的信托公司, 2017年净利润为9.8亿元, 排名行业第24位。交银施罗德是首批具银行背景的基金公司, 位列公募基金第一梯队, 2017年以686.4亿元的管理规模排名公募基金公司第21位。

图表26: 2017年公司主要控股子公司管理资产规模

子公司	管理资产规模 (亿元)	行业	行业排名
交银金融租赁有限公司	2,072.43	租赁	总资产排名行业第二, 营收排名行业第一
交银国际信托有限公司	9,656.30	信托	信托资产余额排名行业第5
交银国际控股有限公司	271.37 (亿港元)	证券	净利润国有行及股份行证券子公司中排名第8
交银施罗德基金管理有限公司	672.79	基金	基金规模排名第23名
交银康联人寿保险公司	332.56	保险	净利润在寿险公司中第29位

资料来源: Wind, 公司官网, 华泰证券研究所

注: 交银施罗德、交银国际信托、交银国际控股采用管理资产规模。

另外，公司财富管理业务可借力第二大股东全球银行业巨头汇丰银行支持，此为公司财富管理业务的独到优势。公司与汇丰银行较早形成合作格局，双方在财富管理业务、跨境业务等方面深度合作、优势互补。汇丰银行财富管理业务为其全球金融业务重要板块，2017 年末其管理资产余额 3.6 万亿美元，资产管理业务收入对于营业收入的贡献亦持续提升，2017 年资产管理业务收入 79.67 亿美元，同比增加 13.22%，资产管理业务收入占营业收入比例 12.5%，占比同比提升 0.7pct。我们预计汇丰银行资产管理业务的先进管理经验和全球渠道布局对于公司财富管理业务的专业化和国际化有一定助力。

基本面改善：净息差与资产质量企稳回升可期

资产负债结构调整，净息差回升可期

资产增速居行业前列，存贷业务比例提升

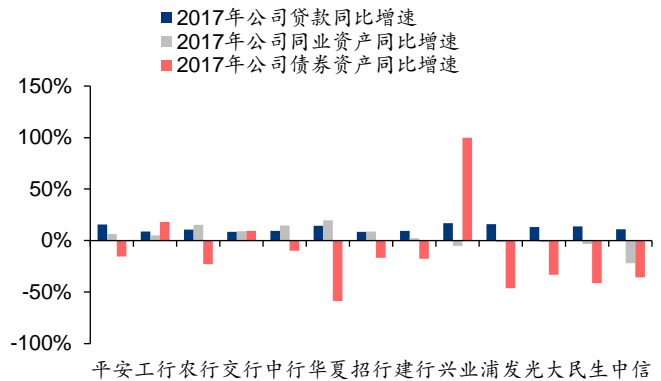
公司2018年一季度资产同比增速6.1%、环比增速2.5%，2017年资产同比增速7.56%，2017年资产增速位于国有行与股份制银行第四位。公司各类资产增速较为均衡，2017年贷款同比增速、同业资产同比增速、债券投资同比增速分别为8.62%、9.24%、9.32%，体现公司资产配置稳健经营特点。

图表27：公司资产增速排名国有行与股份制银行前列



资料来源：Wind，华泰证券研究所

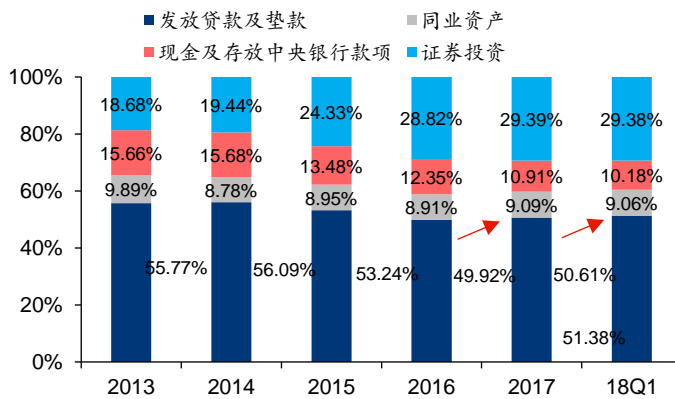
图表28：2017年公司之贷款资产、同业资产、债券资产增速较为均衡



资料来源：Wind，华泰证券研究所

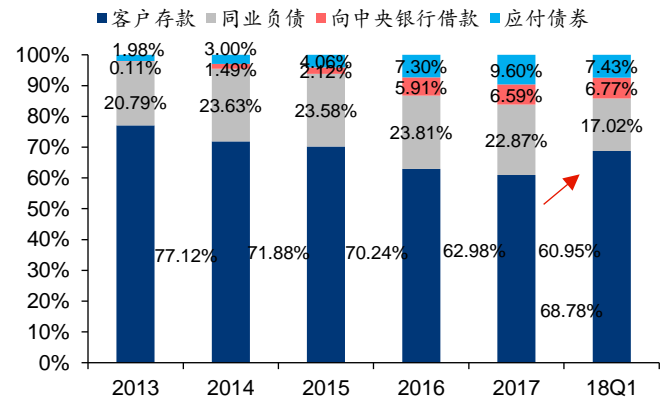
公司2018年一季度公司存贷业务规模提升明显，资产配置回归存贷本源。其中发放贷款及垫款(净额)4.58万亿元，同比增长8%、环比增长2.46%，上年一季度环比增速为5.88%，贷款占生息资产比重环比提升0.77pct至51.38%。2017年交行贷款及垫款同比增速9%，主要依靠零售贷款增长拉动，零售贷款同比增速18.86%，其中信用卡贷款同比增速29.61%、按揭贷款同比增速16.49%，构成零售贷款增长的主要动力。2018年一季度客户存款5.72万亿元，同比增加15.82%、环比提升15.99%，考虑口径调整原因、对上期数据重溯后，2018年一季度客户存款环比增加3.13%，较上年一季度期环比增速4.42%低了1.29pct，存款增长略显乏力。

图表29：2018年1季度贷款占生息资产比重提升



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

图表30：2018年1季度存款占计息负债比重提升



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

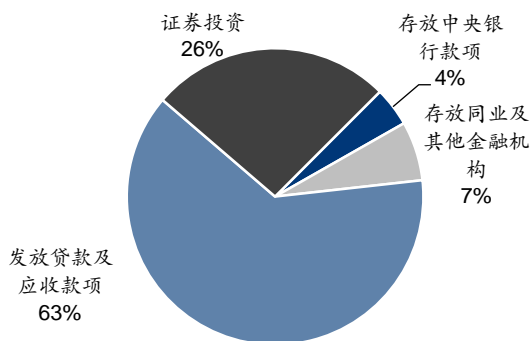
公司净息差较低，主要原因为存款成本偏高与同业负债比例偏高

公司2016年、2017年、2018年一季度净息差为1.88%、1.58%、1.4%，在国有行与股份制银行中处于较低水平，且2016年以来净息差持续收窄。公司净息差水平低于同业，一部分原因由于资产端收益水平定价偏低，更大一部分原因由于负债端成本偏高。负债端

成本偏高的核心原因在于存款利率定价水平显著高于同业，以及同业负债比例偏高导致高成本的同业负债拉高计息负债成本。

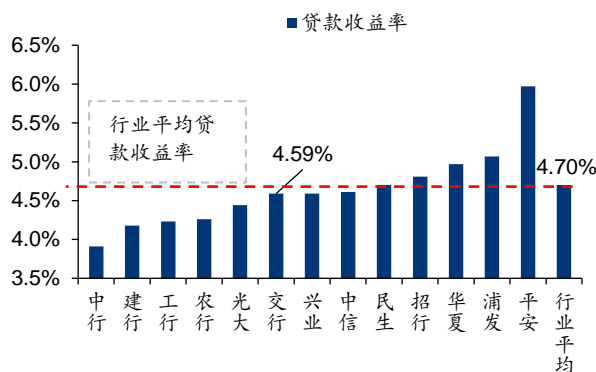
资产端：公司 2017 年利息收入中发放贷款及应收款项利息收入占比最高、比例为 63%，其次为证券投资收益、比例为 26%，2017 年公司平均生息资产收益为 3.87%、较行业平均水平低出 21bp，主要受贷款收益较低所致。贷款收益水平较行业平均低出 11bp，主要是由于对公贷款定价不足，公司对公贷款平均收益 4.29%、较行业平均水平低 23bp。个人贷款收益表现较好，平均贷款收益 5.35%、高于行业平均水平 41bp。

图表31： 2017 年公司之利息收入构成



资料来源：Wind，华泰证券研究所

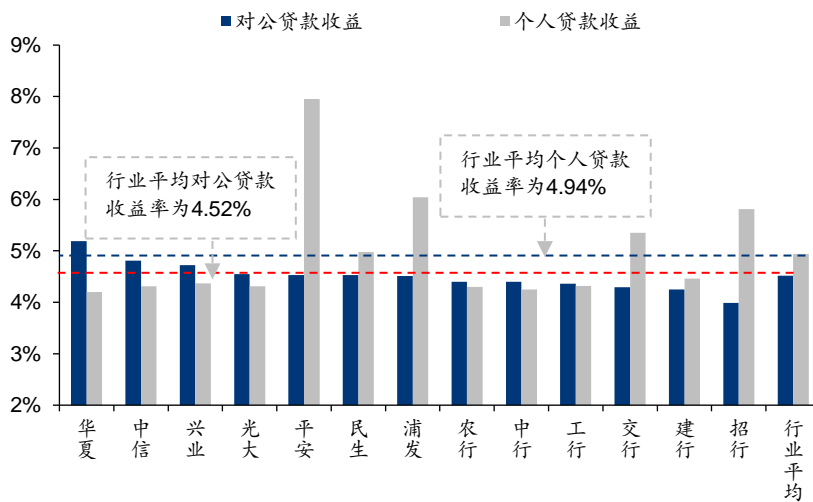
图表32： 2017 年公司之贷款收益低于行业平均收益 11bp



资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：行业平均选取国有银行与股份制商业银行。

图表33： 2017 年公司对公贷款收益低于行业平均 23bp，个人贷款收益高出行业平均 41bp



资料来源：Wind，华泰证券研究所

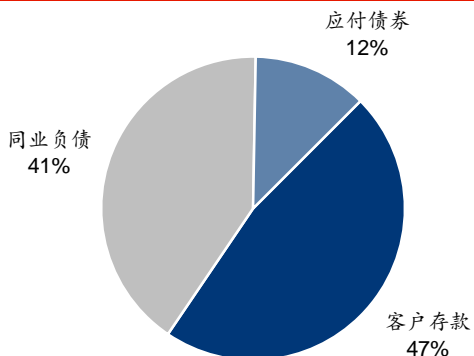
注：行业平均选取国有银行与股份制商业银行。

负债端：2017 年公司利息支出中存款成本占比最高、比例为 47%，其次为同业负债成本、占比 41%。2017 年公司计息负债成本 2.75%、较行业平均水平高出 46bp，主要受存款成本定价较高以及同业负债比例偏高所致。公司平均存款成本 1.86%、较行业平均高出 28bp。其中，对公存款成本 1.77%、较行业平均高出 17bp，个人存款成本 2.06%、较行业平均高出 48bp。高息揽储对于公司存款成本形成较大压力，在个人客户上尤为明显。

公司计息负债成本高企的另一个原因是同业负债占比偏高。公司 2016 年末、2017 年末、2018 年一季度同业负债占计息负债比重为 26.50%、26.17%、19.07%，占比在行业中处于较高水平，仅低于兴业、浦发、民生、光大。同业负债成本较存款成本显著较高，公司

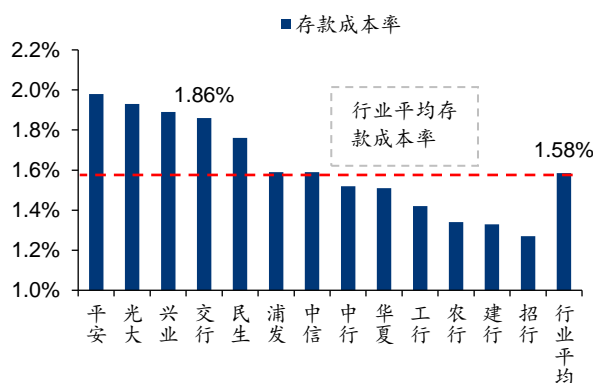
同业负债成本较存款成本高出 136bp，较高的同业负债比例一方面拉高了公司计息负债成本，另一方面同业负债价格敏感度高、市场传导迅速、易于流失，负债来源稳定性较弱。

图表34： 2017年公司利息支出构成，存款成本与同业负债成本并驾齐驱



资料来源：Wind，华泰证券研究所

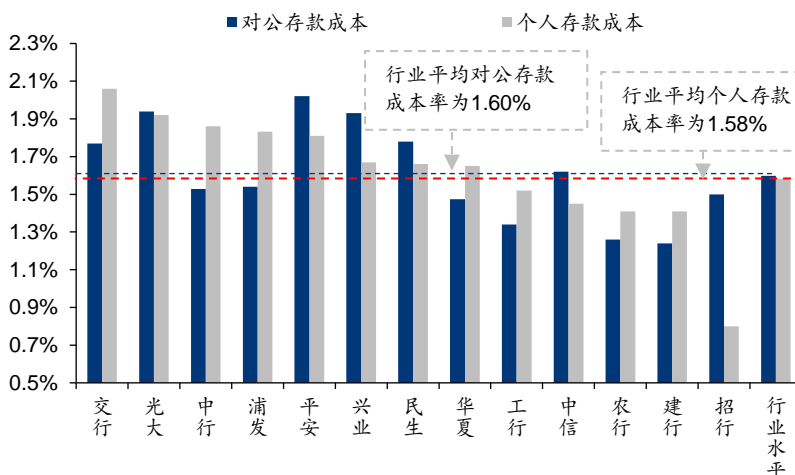
图表35： 2017年公司存款成本与股份制银行接近，高于行业平均 28bp



资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：行业平均选取国有银行与股份制商业银行。

图表36： 2017年公司对公存款成本高出行业平均 17bp，个人存款成本高出行业平均 48bp



资料来源：Wind，华泰证券研究所

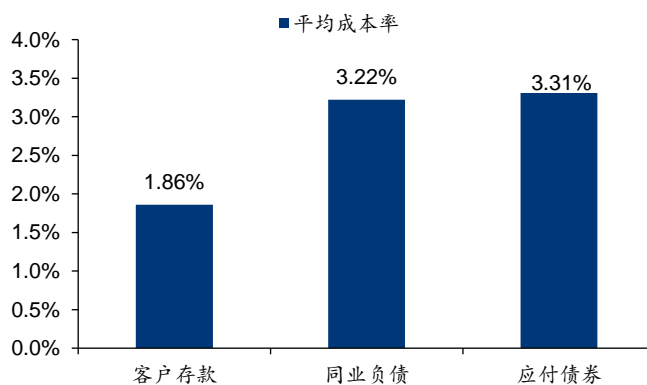
注：行业平均选取国有银行与股份制商业银行。

图表37： 2017年公司同业负债占比居于国有行与股份行前列



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38： 2017年公司同业负债成本高出存款成本 136bp

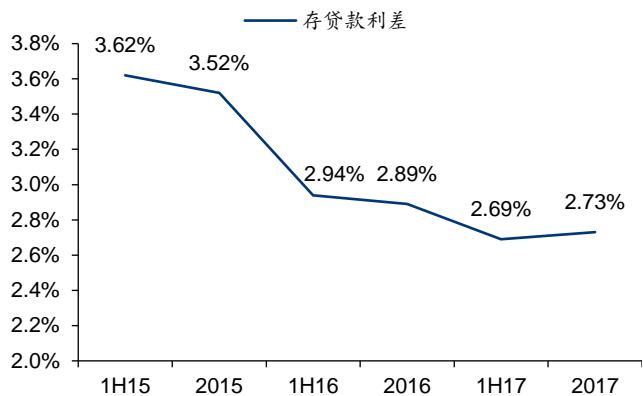


资料来源：Wind，华泰证券研究所

高收益个人贷款比例提升，同业负债比例压降，净息差回升可期

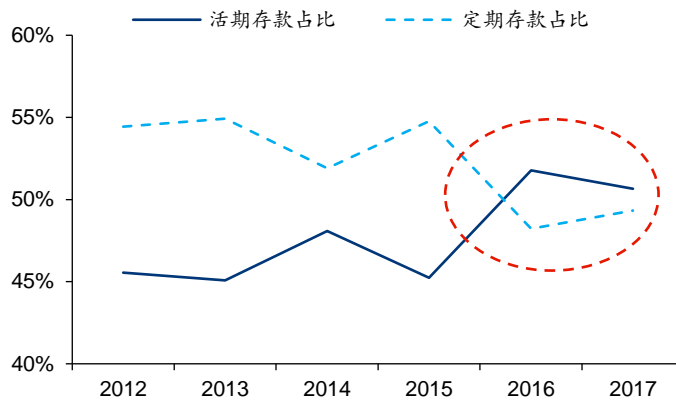
公司通过合理调配对公与个人贷款资源、提升个人贷款比例以优化贷款收益水平。公司个人贷款收益持续高于对公贷款收益，2017年个人贷款收益5.35%、较对公贷款收益高出106bp。公司在贷款配置上提升个人贷款比例，2017年末个人贷款比例31.6%、同比提升2.7pct，我们预计可使贷款收益总体边际改善。目前信贷市场供不应求的卖方市场格局短期内仍未改变，下半年贷款收益我们预计仍有提升空间。另外，活期存款比例总体提升，2015年、2016年、2017年活期存款比例为45.2%、51.8%、50.7%，活期存款占比总体提升有利于公司存款成本边际下降，从而改善公司计息负债成本。

图表39： 2017年下半年公司之存贷款利差首度走阔



资料来源：Wind，华泰证券研究所
注：存贷利差为按季度计算平均数值。

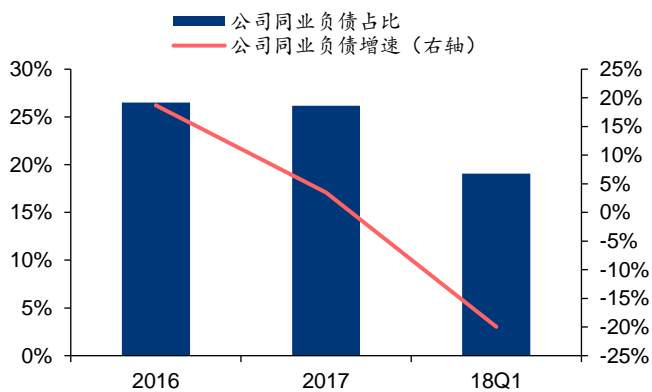
图表40： 公司之活期存款占比提升明显



资料来源：Wind，华泰证券研究所

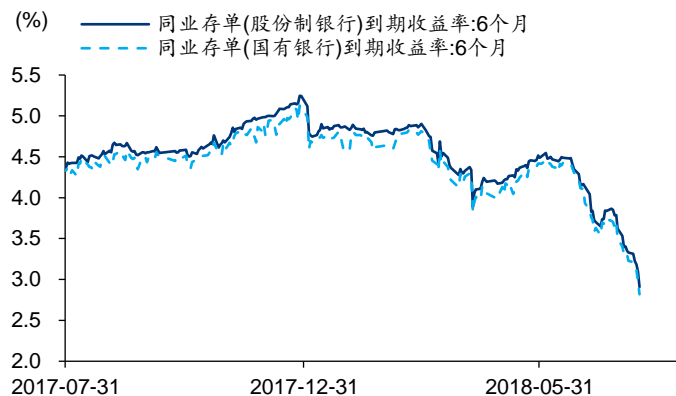
公司同业负债占比持续下降，负债结构调整有利于其负债成本边际改善。2016年以来公司同业负债占比持续下降，2018年一季度较2017年末下降7.1pct，降幅尤为显著，同业负债比例压降一方面有利于降低高息负债比例从而改善计息负债成本，另一方面降低公司负债成本对于银行间市场资金价格敏感度。**2018年以来国有行与股份制银行同业存单利率持续下降**，公司同业负债成本受市场影响预计亦随之走低。我们认为随着去杠杆向稳杠杆政策切换，银行间市场流动性趋于合理宽裕，同业资金成本下半年预计处于下行空间，公司同业负债成本将受此市场环境利好，计息负债成本有望改善。

图表41： 公司同业负债比例持续下降



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表42： 2018年以来同业存单收益率（6个月期）持续走低

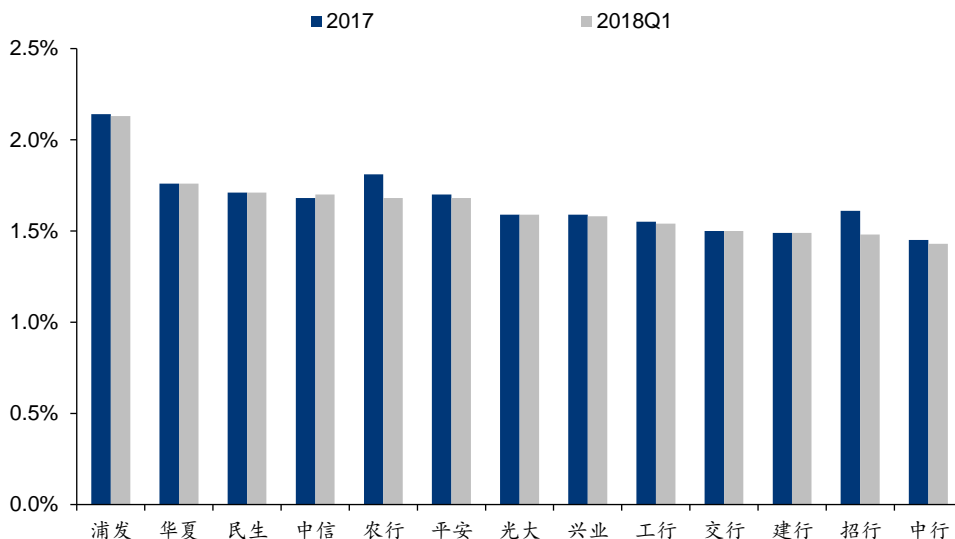


资料来源：Wind，华泰证券研究所

资产质量向好，信贷成本下降

公司资产质量处于行业中上游，拨备覆盖率接近红线水平。2017年末公司不良贷款率为1.50%，与其他国有行及股份行相比，不良贷款率处于中上游水平。2017年末，公司拨备覆盖率为153%，接近监管红线。且公司不良贷款偏离度超过100%，逾期90天以上贷款/不良贷款比例2016年、2017年为139%、114%。

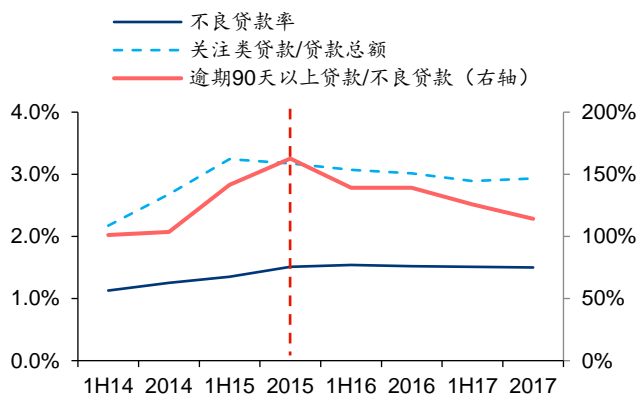
图表43：2018年1季度公司不良贷款比率处于行业中上游水平



资料来源：Wind，华泰证券研究所

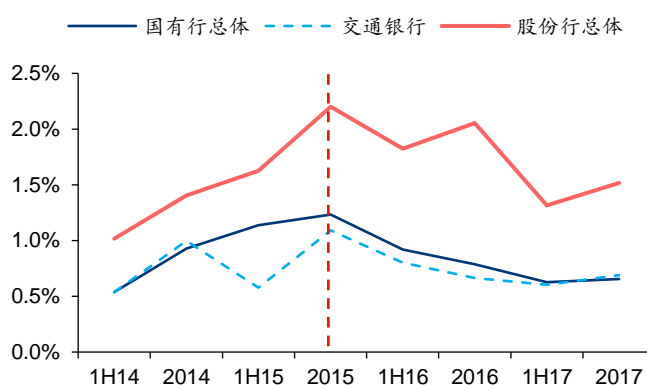
公司不良贷款企稳回落，资产质量迎来改善拐点，利润改善可期。(1) 存量不良贷款暴露趋势得到缓解：2017年公司不良贷款率为1.50%，同比下降0.02BP，不良贷款余额为669亿元，仅较年初增长7.2%，增速同比去年下降3.8pct。(2) 不良资产的确认力度有所增强。2017年末公司关注类贷款占比环比小幅回落0.09BP，逾期90天以上贷款/不良贷款指标持续下降至114.2%，同比下降24.84pct，隐性不良贷款比例下降。(3) 新增不良贷款控制效果明显。经测算，2015年至今公司不良贷款生成率显著改善、下降0.4pct，2017年末新增不良贷款45亿元、同比下降27.3%。(4) 2017年末公司信贷成本与去年基本持平，而拨备覆盖率自2016年6月末接近监管红线后持续提升，2017年拨备覆盖率提升2.58pct至153%，2018年一季度进一步提升13pct至166%，拨备覆盖率显著改善。

图表44：2017年公司不良贷款的相关指标均出现下降



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

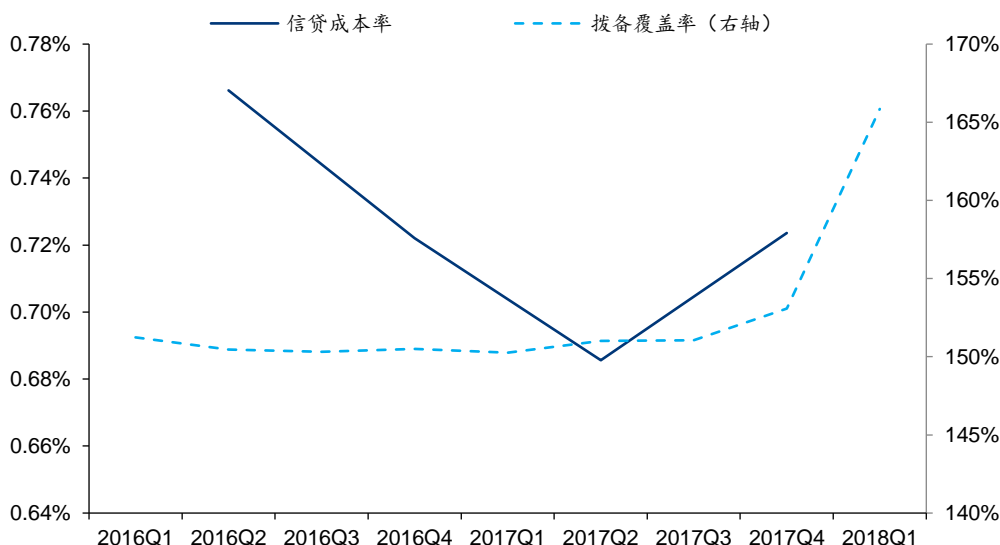
图表45：2015-2017年公司不良贷款生成率得到明显改善



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

注：此处计算方式为实际不良贷款生成率=(当期不良贷款余额增量-当期拨备增量+当期拨备计提)/期间发放贷款及垫款的季度平均值

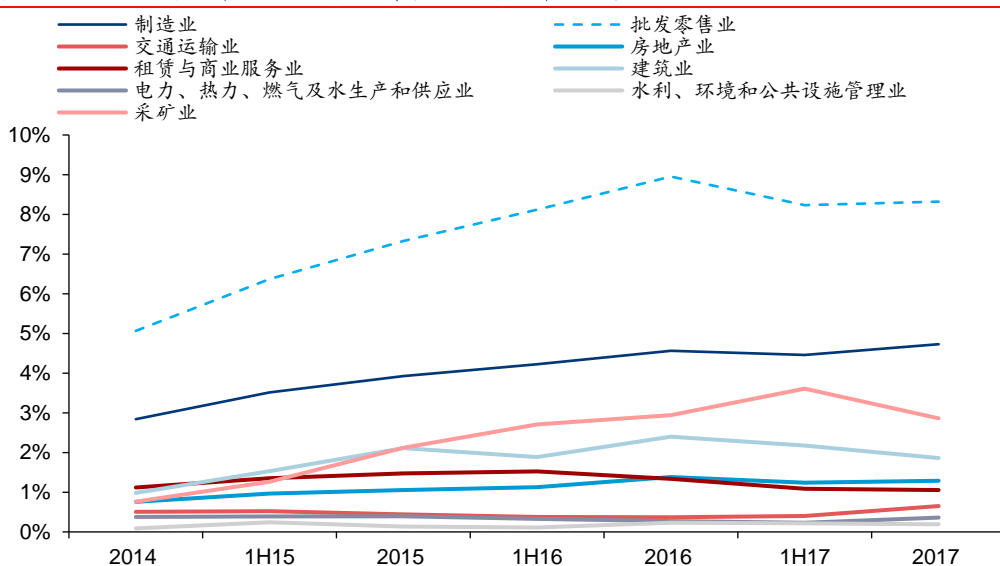
图表46： 公司信贷成本下降，拨备覆盖率提升



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

公司资产质量边际改善主要得益于加强对不良贷款的审查核销力度，以及主动调整贷款业务结构。(1) 不良贷款核销力度加强。2017年公司核销及转出不良贷款211.51亿元，较年初增加0.46亿元，不良贷款核销及转出率为33.90%。(2) 成立债转股子公司积极化解不良资产。公司成立子公司交银投资并通过债转股的方式加快不良贷款转出，优化资产质量。首单债转股项目已落地，交银投资出资5亿元。(3) 公司主动调整高风险暴露类贷款。我们以四大国有行的公司类贷款作为样本，考察贷款主要发放行业的不良情况。其中2017年末批发零售业不良贷款率高达8.32%，制造业不良率4.73%。公司积极优化信贷结构。2014年至今，制造业及批发零售业贷款占比持续走低，2017年贷款规模分别较年初下降110.1亿元和378.9亿元。与此同时，公司加大对基建业的信贷投入，2014~2017年基建类贷款占比提升了1.73pct，优质资产占比提升，缓解公司不良贷款压力及拨备计提压力，公司利润未来有望释放，估值有望提振。

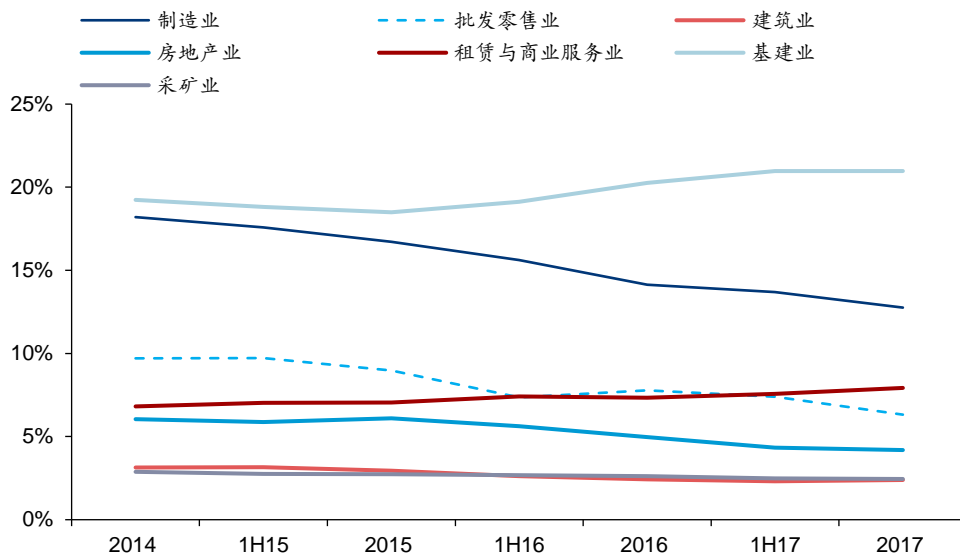
图表47： 行业不良贷款率：制造业与批发零售业不良贷款率仍然高企



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

注：因国有四大行对上述九大行业的不良披露比较完善，因此以国有四大行为计算样本。

图表48： 公司各行业贷款比例：积极调整贷款结构，基建类贷款占比提升明显



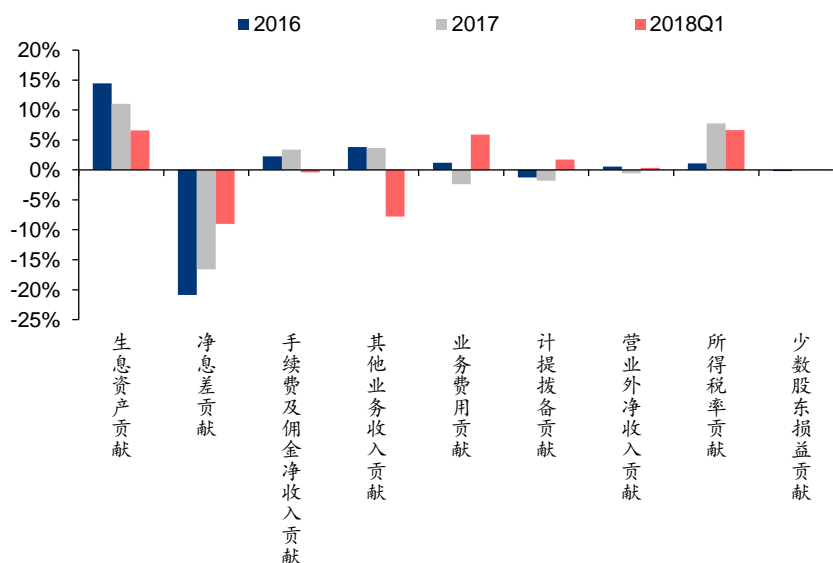
资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

注：基建类包括 1) 交通运输业；2) 电力、热力、燃气及水生产和供应业；3) 水利、环境和公共设施管理业。

净利润增速稳定，三重驱动盈利能力有望改善

公司 ROE 水平较同业偏低，2015-2017 年 ROE 为 13.5%、12.2%、11.4%，公司 ROE 处于下行区间主要受市场息差缩窄以及金融监管趋严影响，归母净利润同比增速为 1.03%、1.03%、4.48%，净利润在公司稳健经营战略下保持平稳增长。公司净利润增速分解分析，对公司盈利拉降较为显著的为净息差与资产减值损失，对公司盈利贡献较为显著的为中间业务收入（即第二部分分析的信用卡业务收入与财富管理业务收入）。如前文分析，公司净息差下半年有望走阔，资产质量稳步向好，两者对于公司盈利能力的压制有望缓解，叠加公司中间业务收入的持续贡献，我们认为公司盈利能力有望企稳改善、享稳健经营红利。

图表49： 公司净利润增速归因分析，三重驱动盈利能力有望改善



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测及估值

我们认为公司未来盈利增长将受净息差企稳、资产质量改善、非息收入持续贡献驱动，盈利能力企稳改善，尤其是非息收入中信用卡板块与财富管理板块持续发力，将构成公司强劲盈利增长点。公司深化改革渐进佳境、恰逢国有金融资本改革提速，公司稳健经营与改革红利将加速释放。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润增速分别为 4.08%/6.40%/9.30%，EPS 为 0.98/1.05/1.14 元，对应 2018 年 BVPS 为 9.07 元，目前股价对应 0.61xPB，5.63xPE。其中核心假设如下：

生息资产增速假设：公司 2017 年、2018 年一季度生息资产同比增速为 7.1%、6.7%，考虑到 1) 金融政策方向微调，去杠杆转变为稳杠杆，紧信用转变为稳信用，银行资产增速有望企稳，国有行利好尤为显著；2) 公司新任领导班子上任叠加深化改革加速，公司资产增速企稳可期；3) 公司核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 10.74%、11.81%、14%，具资产边际扩张的充裕资本储备，我们假设公司 2018-2020 年生息资产增速为 6%、7%、8%。

净息差假设：公司 2017 年、2018 年一季度净息差为 1.58%、1.40%，考虑到银行间市场短期内合理宽裕以及长期央行公开市场操作引导市场利率下行，由于公司同业负债比例相对较高，受银行间市场利率下降的边际改善较为显著、长期息差回升，我们预计 2018-2020 年公司净息差为 1.52%、1.53%、1.54%。

非利息收入增速：公司 2017 年、2018 年一季度非利息收入增速为 18%、-21%，考虑到 2017 年为资管新规征集意见出台、公司资产管理业务整改过渡，我们预计针对 2018 年正式出台的资管新规与公募理财新规整改完成后，资产管理业务在长期的积累下将打开新局面，保守估计我们假设公司 2018-2020 年非利息收入增速为 11.14%、14.42%、14.63%。

成本费用率：公司 2017 年成本费用率为 42%，由于公司为国有大行，且属稳健经营代表，我们假设公司 2018-2020 年成本费用率不变。

不良贷款率与信贷成本假设：公司 2017 年、2018 年一季度不良贷款率为 1.50%、1.50%，公司资产质量改善、隐形不良指标下降，我们假设公司 2018-2020 年不良贷款率为 1.45%、1.40%、1.35%。公司信贷成本 2017 年为 0.78%，考虑到公司拨备覆盖率仍处于低位、需加大拨备计提力度，我们假设信贷成本为 0.85%、0.90%、0.93%。

我们运用可比公司估值法，采用国有行作为参照系对公司进行估值，国有行 2018 年 Wind 一致预期估值为 0.79xPB，考虑公司进入深化改革阶段、改革红利加速释放，中间业务收入信用卡与财富管理表现亮眼、轻资本运营优势凸显，资本充足率较高、资本护航资产具扩张潜力，我们认为公司享轻资本运营和资产扩张估值溢价，给予 2018 年 0.85-0.95 倍 PB，目标价 7.71-8.62 元，维持“增持”评级。

图表50：可比 A 股上市银行 PB 估值（2018/ 8/ 14）（Wind 一致预期）

代码	简称	2018 年 PB 估值（倍）
601398.SH	工商银行	0.90
601288.SH	农业银行	0.80
601988.SH	中国银行	0.67
601939.SH	建设银行	0.90
	平均值	0.79

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表51: 财务预测 (百万元)

资产负债表概要	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表概要	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总资产	8,403,166	9,038,254	9,591,302	10,269,875	11,094,390	净利息收入	134,871	127,366	135,008	144,459	156,015
贷款净额	4,009,046	4,354,499	4,833,623	5,269,561	5,796,517	手续费净收入	36,795	40,551	42,579	46,836	51,520
债券投资	2,314,445	2,528,276	2,644,812	2,732,365	2,845,563	营业费用	77,567	81,469	87,823	96,323	106,436
总负债	7,770,759	8,361,983	8,852,312	9,463,827	10,214,661	拨备前利润	116,322	114,734	123,678	135,638	149,867
存款余额	4,728,589	4,930,345	5,557,183	6,005,890	6,558,733	计提减值准备	30,212	31,469	37,013	43,428	49,081
同业负债	2,231,060	2,382,744	2,143,485	2,114,750	2,095,151	所得税	18,459	12,574	13,087	13,925	15,220
股东权益	632,407	676,271	738,991	806,049	879,730	净利润	67,210	70,223	73,090	77,768	85,000
盈利能力	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	资本管理	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
ROAA	0.23%	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%	核心资本	568,131	609,454	673,217	739,391	812,055
ROAE	11.55%	10.80%	10.41%	10.15%	10.17%	资本净额	723,961	790,381	861,446	936,701	1,020,398
生息资产收益率	3.90%	3.82%	4.15%	4.20%	4.30%	风险加权资产	5,163,250	5,646,313	5,991,809	6,415,723	6,930,808
计息负债成本率	2.30%	2.57%	3.00%	3.07%	3.19%	风险加权资产比重	61%	62%	62%	62%	62%
净息差 (NIM)	1.82%	1.5%	1.52%	1.53%	1.54%	核心一级资本充足率	11.0%	10.8%	11.2%	11.5%	11.7%
成本收入比	40%	42%	42%	42%	42%	一级资本充足率	12.2%	11.9%	12.2%	12.5%	12.6%
						资本充足率	14.0%	14.0%	14.4%	14.6%	14.7%
成长能力	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	资产质量	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
贷款	10.3%	8.6%	11.0%	9.0%	10.0%	贷款减值准备	93,913	102,415	107,360	116,106	127,194
存款	5.4%	4.3%	12.7%	8.1%	9.2%	不良贷款额	60,937	65,317	70,088	73,774	78,253
净利息收入	-6.5%	-5.6%	6.0%	7.0%	8.0%	不良贷款率	1.52%	1.50%	1.45%	1.40%	1.35%
中间业务收入	5.0%	10.2%	5.0%	10.0%	10.0%	拨备覆盖率	154%	157%	153%	157%	163%
营业费用	-2.1%	5.0%	7.8%	9.7%	10.5%	拨贷比	2.34%	2.35%	2.22%	2.20%	2.19%
净利润	1.0%	4.5%	4.1%	6.4%	9.3%	信用成本	0.83%	0.78%	0.85%	0.90%	0.93%
营业收入结构	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	估值分析	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
利息占比	69.8%	65.0%	63.9%	62.3%	60.9%	PB	0.72	0.67	0.61	0.55	0.50
手续费收入占比	19.1%	20.7%	20.2%	20.2%	20.1%	PE	6.10	5.84	5.61	5.27	4.82
业务费用占比	40.2%	41.6%	41.6%	41.6%	41.6%	EPS	0.91	0.95	0.98	1.05	1.14
计提拨备占比	15.6%	16.1%	17.5%	18.7%	19.2%	BVPS	7.67	8.23	9.07	9.96	10.93
						每股股利	0.28	0.15	0.16	0.17	0.18
						股息收益率	5.1%	2.7%	2.8%	3.0%	3.3%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表52: 财务数据

利润表 (百万元)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	1Q18 QoQ	1Q18 YoY	12M16	12M17	12M17 YoY
营业收入	45,828	54,885	48,803	46,028	46,295	49,099	6.06%	-10.54%	193,129	196,011	1.49%
利息净收入	34,107	31,217	31,491	32,129	32,529	30,469	-6.33%	-2.40%	134,871	127,366	-5.56%
非利息收入	11,721	23,668	17,312	13,899	13,766	18,630	35.33%	-21.29%	58,258	68,645	17.83%
净手续费收入	7,897	11,279	9,982	9,347	9,943	10,844	9.06%	-3.86%	36,795	40,551	10.21%
其他收入	3,824	12,389	7,330	4,552	3,823	7,786	103.66%	-37.15%	21,463	28,094	30.90%
营业支出	27,332	30,907	25,584	27,818	28,629	25,802	-9.87%	-16.52%	107,779	112,938	4.79%
业务管理费用	16,748	12,741	14,279	17,188	16,197	13,395	-17.30%	5.13%	60,289	60,405	0.19%
资产减值损失	8,614	7,859	7,083	6,965	9,562	7,073	-26.03%	-10.00%	30,212	31,469	4.16%
拨备前营业利润 (PPOP)	27,110	31,837	30,302	25,175	27,228	30,370	11.54%	-4.61%	115,562	114,542	-0.88%
税前利润	18,689	24,012	23,343	18,581	17,329	23,385	34.95%	-2.61%	86,110	83,265	-3.30%
所得税	3,955	4,562	3,571	3,011	1,430	3,153	120.49%	-30.89%	18,459	12,574	-31.88%
净利润	14,734	19,450	19,772	15,570	15,899	20,232	27.25%	4.02%	67,651	70,691	4.49%
归属于母公司股东净利润	14,632	19,323	19,652	15,444	15,804	20,091	27.13%	3.97%	67,210	70,223	4.48%
资产负债表 (百万元)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	1Q18 QoQ	1Q18 YoY	12M16	12M17	12M17 YoY
总资产	8,403,166	8,733,711	8,930,838	8,935,790	9,038,254	9,266,797	2.53%	6.10%	8,403,166	9,038,254	7.56%
生息资产	8,030,713	8,360,735	8,540,050	8,528,940	8,603,814	8,920,003	3.67%	6.69%	8,030,713	8,603,814	7.14%
现金及存放央行	991,435	1,010,524	963,575	950,286	938,571	908,273	-3.23%	-10.12%	991,435	938,571	-5.33%
同业资产	715,787	696,503	854,775	783,525	782,468	807,894	3.25%	15.99%	715,787	782,468	9.32%
贷款	4,009,046	4,244,850	4,270,542	4,312,557	4,354,499	4,583,350	5.26%	7.97%	4,009,046	4,354,499	8.62%
证券投资	2,314,445	2,408,858	2,451,158	2,482,572	2,528,276	2,620,486	3.65%	8.79%	2,314,445	2,528,276	9.24%
总负债	7,770,759	8,081,553	8,282,430	8,272,291	8,361,983	8,598,296	2.83%	6.39%	7,770,759	8,361,983	7.61%
计息负债	7,189,164	7,432,784	7,549,005	7,514,792	7,600,751	7,986,634	5.08%	7.45%	7,189,164	7,600,751	5.73%
向央行借款	443,597	498,614	508,304	523,186	532,867	562,825	5.62%	12.88%	443,597	532,867	20.12%
同业负债	1,787,463	1,768,473	1,841,062	1,865,021	1,849,877	1,415,523	-23.48%	-19.96%	1,787,463	1,849,877	3.49%
存款	4,728,589	4,937,673	4,938,694	4,866,841	4,930,345	5,718,712	15.99%	15.82%	4,728,589	4,930,345	4.27%
应付债券	229,515	228,024	260,945	259,744	287,662	289,574	0.66%	26.99%	229,515	287,662	25.33%
归属于母公司所有者权益	629,142	648,789	643,250	658,244	671,143	663,336	-1.16%	2.24%	629,142	671,143	6.68%
每股数据 (元)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	1Q18 QoQ	1Q18 YoY	12M16	12M17	12M17 YoY
普通股股本 (百万股)	74,263	74,263	74,263	74,263	74,263	74,263	0.00%	0.00%	74,263	74,263	0.00%
EPS	0.91	0.91	0.92	0.93	0.95	0.96	1.09%	5.22%	0.91	0.95	4.48%
BVPS	7.67	7.93	7.86	8.06	8.23	8.13	-1.28%	2.47%	7.67	8.23	7.38%
PPOP/sh	1.56	1.56	1.54	1.54	1.54	1.52	-1.28%	-2.40%	1.56	1.54	-0.88%
财务比率 (%)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	1Q18 QoQ	1Q18 YoY	12M16	12M17	12M17 YoY
年化 ROA	0.71%	0.91%	0.90%	0.70%	0.71%	0.88%	0.18pct	-0.02pct	0.93%	0.81%	-0.11pct
年化 ROE	9.40%	12.10%	12.17%	9.49%	9.51%	12.04%	2.53pct	-0.05pct	12.84%	11.40%	-1.44pct
净息差	1.73%	1.52%	1.49%	1.51%	1.52%	1.39%	-0.13pct	-0.13pct	1.84%	1.53%	-0.31pct
成本收入比	36.55%	23.21%	29.26%	37.34%	34.99%	27.28%	-7.70pct	4.07pct	29.56%	30.82%	1.26pct
有效税率	21.16%	19.00%	15.30%	16.20%	8.25%	13.48%	5.23pct	-5.52pct	21.51%	15.10%	-6.41pct
非利息收入/营业收入	25.58%	43.12%	35.47%	30.20%	29.74%	37.94%	8.21pct	-5.18pct	31.59%	35.02%	3.43pct
净手续费收入/营业收入	17.23%	20.55%	20.45%	20.31%	21.48%	22.09%	0.61pct	1.54pct	19.62%	20.69%	1.07pct
存贷比	73.98%	87.97%	74.99%	90.68%	90.40%	82.26%	-8.14pct	-5.71pct	85.09%	90.40%	5.30pct
不良贷款率	1.52%	1.52%	1.51%	1.51%	1.50%	1.50%	0.00pct	-0.02pct	1.52%	1.50%	-0.02pct
拨备覆盖率	150.50%	150.26%	151.02%	151.06%	153.08%	165.85%	12.77pct	15.59pct	150.50%	153.08%	2.58pct
拨贷比	2.29%	2.28%	2.28%	2.28%	2.30%	2.49%	0.19pct	0.20pct	2.29%	2.30%	0.01pct
核心一级资本充足率	11.00%	10.92%	10.62%	10.76%	10.79%	10.74%	-0.05pct	-0.18pct	11.00%	10.79%	-0.21pct
一级资本充足率	12.16%	12.03%	11.71%	11.84%	11.86%	11.81%	-0.05pct	-0.22pct	12.16%	11.86%	-0.30pct
资本充足率	14.02%	13.64%	13.86%	13.98%	14.00%	14.00%	0.00pct	0.36pct	14.02%	14.00%	-0.02pct
利润表 (百万元)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	1Q18 QoQ	1Q18 YoY	12M16	12M17	12M17 YoY
营业收入	45,828	54,885	48,803	46,028	46,295	49,099	6.06%	-10.54%	193,129	196,011	1.49%
利息净收入	34,107	31,217	31,491	32,129	32,529	30,469	-6.33%	-2.40%	134,871	127,366	-5.56%

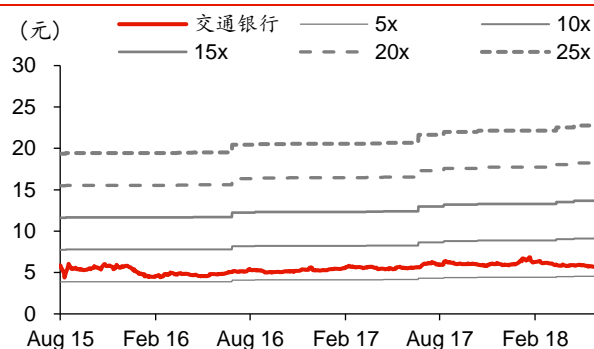
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

风险提示

- 1.经济下行超预期。2018年我国经济依然稳中向好，但受外需和内需扰动影响，企业融资需求增长需要密切关注。
- 2.资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率已开始率先下行，但资产质量修复过程中可能会受到中小企业市场出清的干扰。
- 3.银行理财新规正式文件落地不达预期，银行资产管理业务整改力度超预期，影响过渡期内公司财富管理相关收入。

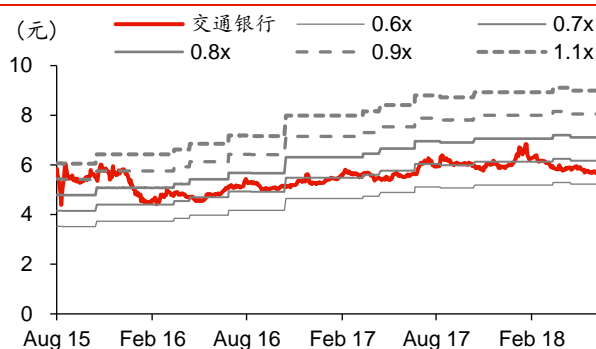
PE/PB - Bands

图表53: 交通银行历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表54: 交通银行历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com