

盈利稳健，非息贡献提升

——交通银行首次覆盖报告

核心观点

- 负债成本管理加强可支撑净息差；存量不良充分释放，风险管控加强。**交行资产端收益率领先其他大行，负债端是制约息差的重要因素。公司高收益率的个人贷款占比持续提升，支撑资产端收益率。公司主动调整负债结构，增加同业负债占比，压降高息结构化存款，拉动整体付息率下行，支撑净息差。公司关注率呈下降趋势，存量不良资产消化良好，整体资产质量基础仍佳；不良贷款/90天逾期不断提升，不良管控更为严格。2019年末公司关注率为2.16%，同比下降29bps，逾期90天以上贷款全部纳入不良，不良认定较以往更为严格。
- 资本有序补充，支撑信贷扩张无忧。**交行各项资本充足率处于大行中等水平，显著高于监管红线要求，且2019年公司发行400亿元二级资本债与400亿元永续债，有序补充资本。伴随政策逆周期调控力度增强，银行信贷预计仍将保持较高增速，交行资本金无忧，再次补充资本造成股权稀释风险不大。
- 深耕财富管理，发力信用卡，非息业务贡献稳步提升。**公司非息收入贡献持续增加，2020Q1公司非息收入占比已位于大行前列。财富管理和信用卡是交行非息业务中的重点。公司深耕财富管理，交银理财、达标沃德和私人银行客户数显著增长；信用卡引领零售转型，买单吧APP应用场景不断丰富，月活持续增长，数字化取得显著成果。交行信用卡贷款占个人贷款比重远超其它大行，对手续费及佣金收入贡献可观。

财务预测与投资建议

- 用PB法对公司估值，得到公司2020-2022年EPS预测值为1.08、1.14、1.21元，BVPS预测值为10.12、10.95、11.84元。根据可比公司2020年平均一致预期PB值0.64倍，按照此PB得到交通银行对应目标价为6.53元。目标价对应2020年PE为6.05倍。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 经济下行导致资产质量风险增加；降息挤压公司净息差；非息业务增速不及预期。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	212,654	232,472	243,500	262,107	290,297
同比增长(%)	8.5%	9.3%	4.7%	7.6%	10.8%
营业利润(百万元)	86,520	88,148	91,304	96,511	102,529
同比增长(%)	4.1%	1.9%	3.6%	5.7%	6.2%
归属母公司净利润(百万元)	73,630	77,281	80,074	84,682	90,009
同比增长(%)	4.9%	5.0%	3.6%	5.8%	6.3%
每股收益(元)	0.99	1.04	1.08	1.14	1.21
总资产收益率(%)	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
净资产收益率(%)	11.2%	11.2%	9.8%	9.6%	9.5%
市盈率	5.16	4.92	4.75	4.49	4.22
市净率	0.60	0.55	0.51	0.47	0.43
P/POP	2.93	2.71	2.64	2.49	2.26

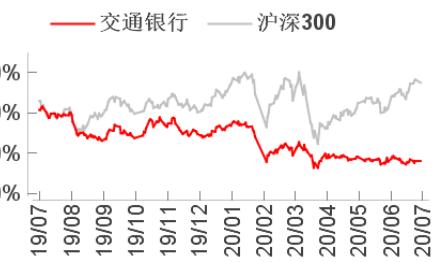
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2020年06月29日)	5.12元
目标价格	6.53元
52周最高价/最低价	6.21/5.02元
总股本/流通A股(万股)	7,426,273/3,925,086
A股市值(百万元)	380,225
国家/地区	中国
行业	银行
报告发布日期	2020年06月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.00	0.20	-0.78	-16.34
相对表现	-0.19	-6.08	-11.55	-23.77
沪深300	0.19	6.28	10.77	7.43



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

联系人 张静娴

021-63325888*4311

zhangjingxian@orientsec.com.cn

目 录

1. 30 年金融改革，盈利能力稳健	5
1.1. 经营概况：资本充足，盈利稳健，受疫情影响可控.....	5
1.2. 公司治理：改革基因持续发力，董事长经验丰富	6
2. 息差改善助力营收，资本充足维持规模增长.....	8
2.1. 加强负债成本管理，支撑净息差	8
2.2. 存量不良压力充分释放，风险管控加强	10
2.3. 资本有序补充，支撑信贷扩张无忧.....	12
3. 非息业务贡献稳步提升，信用卡业务突出	13
3.1. 深耕财富管理，提升非息收入	13
3.2. 信用卡引领零售转型，主动出清存量风险	14
3.3. 跨境服务能力增强，境外业务风险在国有行居中	15
4. 盈利预测与投资建议	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 投资建议	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：交通银行近年营收增速持续提升，一季度受疫情影响有所下滑，但仍可控.....	5
图 2：交通银行近年归母净利增速整体提升，一季度受疫情影响有所下滑，但仍可控.....	5
图 3：各银行贷款区域结构（截至 2019 年年末）.....	6
图 4：长三角地区 GDP 占比（%）.....	6
图 5：交通银行拨备前利润增速较高（%）.....	8
图 6：交行息差低于同业	9
图 7：交行生息资产收益率高于同业.....	9
图 8：交通银行个人贷款和垫款占比不断提升	9
图 9：个人贷款和垫款收益率相比大行较高.....	9
图 10：交通银行计息负债成本率过高.....	10
图 11：2019 年交行活期存款占比有所提升	10
图 12：2019 年以来 Shibor-3M（%）呈下降趋势	10
图 13：2019 年交行同业负债（十亿元）及其同比增速.....	10
图 14：2015-2019 交行不良率稳中有降，核销力度加大	11
图 15：2015-2019 交行拨备覆盖率整体上升	11
图 16：关注率呈下降趋势，资产质量基础仍好	11
图 17：不良贷款/90 天逾期不断提升	11
图 18：交通银行制造业和零售批发贷款占比不断下降.....	12
图 19：长三角地区整体不良率呈下降趋势	12
图 20：交通银行各项资本充足率高于监管红线的差值整体提升	12
图 21：风险加权资产占总资产比值下降.....	12
图 22：交通银行非息收入营收占比不断提升，位于大行前列.....	13
图 23：交通银行 AUM 不断增长.....	14
图 24：信用卡贷款/个人贷款占比位于行业前列	15
图 25：近年交行银行卡手续费收入占比整体提升.....	15
图 26：境内行信用卡在册卡量（单位：万张）不断提高	15
图 27：信用卡透支余额与不良率.....	15
图 28：交行境外净利润占比不断提高.....	16
图 29：交行境外资产占比不断提高	16
 表 1：前十大股东明细（2020Q1）	6
表 2：交通银行发展历程具备改革基因	7
表 3：董事长任德奇工作经历	8

表 4：交行境外利润占比在国有行中居中	16
表 5：业务分类及资产质量核心假设.....	17
表 6：收入分类预测表（金额：百万元）	18
表 7：公司盈利预测结果与目标价	19
表 8：同业一致预测情况	19

1. 30 年金融改革，盈利能力稳健

1.1. 经营概况：资本充足，盈利稳健，受疫情影响可控

公司基本信息：(1) 交通银行总部位于上海，建立于 1908 年，1987 年重组后正式对外营业，成为中国第一家全国性的国有股份制商业银行，2005 年 6 月在香港联合交易所挂牌上市，2007 年 5 月在上海证券交易所挂牌上市。(2) 规模情况：截至 2020 年一季度，交通银行总资产达到 10.45 万亿元，客户贷款余额为 5.57 万亿元，客户存款余额为 6.30 万亿元。(3) 资产质量：交通银行 2020 年一季度不良贷款率为 1.59%，较上年末小幅上升；不良贷款拨备覆盖率为 154.19%，贷款拨备率 2.45%，较上年末小幅下降。(4) 资本情况：截至 2020 年一季度，交通银行核心一级资本充足率 10.83%，一级资本充足率 12.39%，资本充足率 14.16%，均明显超过监管要求的 8.5%、9.5% 和 11.5%，资本较为充足。(5) 利润情况：2020 年一季度交通银行营业收入为 650.03 亿元，同比增长 4.67%，归母净利润 214.51 亿元，同比增长 1.8%，盈利稳健。

公司在疫情之前收入及利润增速均稳中趋好，在疫情影响之下也体现出较强的抵御能力，不良率虽有上行但幅度较小，结合当前较高的资本充足率和超过 150% 的拨备覆盖率，公司抗风险能力仍较强。

图 1：交通银行近年营收增速持续提升，一季度受疫情影响有所下滑，但仍可控



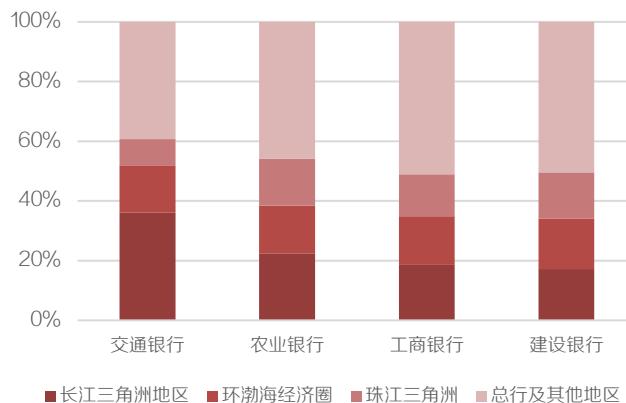
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：交通银行近年归母净利润增速整体提升，一季度受疫情影响有所下滑，但仍可控

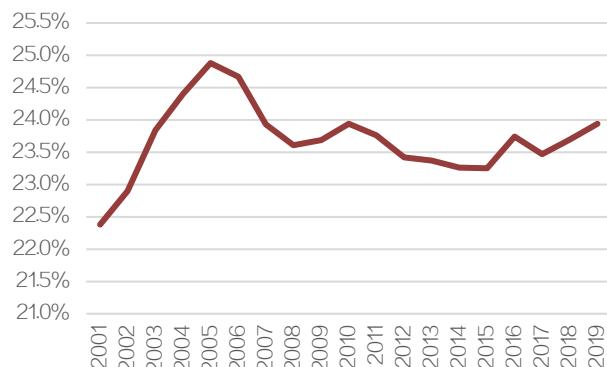


数据来源：公司公告，东方证券研究所

深耕长三角，优质信贷资源仍有较大增长空间。公司总部位于上海，发挥上海国际金融中心的集聚辐射效应，助力长江三角洲地区发展。截至 2019 年年末，公司长江三角洲地区贷款占比 39.2%，远高于四大行。长江三角洲地区是我国经济最为发达的地区之一，GDP 贡献率超过 20%，在长三角一体化战略下，区域经济整体向好发展，将持续给交行提供优质的增量信贷空间。

图 3：各银行贷款区域结构（截至 2019 年年末）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：长三角地区 GDP 占比（%）


数据来源：wind，东方证券研究所

1.2. 公司治理：改革基因持续发力，董事长经验丰富

交通银行作为金融改革试验田，引领国内商业银行的多次改革。交通银行 1987 年重新组建，是我国首家国有股份制商业银行。在国有商业银行中，交行体量适中，股权结构相对分散，前十大股东中国有资本持股相对较少，具备改革优势，在 2004 年作为股份制改革的试点，成为首个引入外资的国有大型商业银行。2014 年公司又成为国家推行员工持股计划的试点，进一步丰富了公司的股权结构。

表 1：前十大股东明细（2020Q1）

股东名称	持股比例(%)	股东性质
中华人民共和国财政部	23.88 (A 股、H 股)	国家
香港中央结算(代理人)有限公司	20.16 (H 股)	境外法人
香港上海汇丰银行有限公司	18.70 (H 股)	境外法人
全国社会保障基金理事会	3.42 (A 股、H 股)	国家
中国证券金融股份有限公司	2.99 (A 股)	国有法人
全国社会保障基金理事会国有资本划转六户	2.65 (A 股)	国有法人
首都机场集团公司	1.68 (A 股)	国有法人
上海海烟投资管理有限公司	1.09 (A 股)	国有法人
梧桐树投资平台有限责任公司	1.07 (A 股)	其他
云南合和(集团)股份有限公司	1.00 (A 股)	国有法人
合计	76.64	

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：交通银行发展历程具备改革基因

时间	事件
2004 年	成为股份制改革试点，与汇丰银行签订入股协议，成为国内第一家引进国际一流商业银行参与董事会管理的大型国有商业银行。
2005 年 6 月	在香港联交所正式挂牌交易
2005年8月	与全球顶尖资产管理公司施罗德集团合资设立交银施罗德基金管理公司，是国内首批银行系基金公司之一
2006年	提出“打造一流零售银行”的目标
2007年5月	在上交所上市，成为国内首家在境外上市后回归 A 股的中资商业银行
2009 年	提出了“两化一行”发展战略
2015 年	发布“百年交行——您的财富管理银行”品牌标识 后续优化股权结构，探索员工持股制度
2017 年	制定并发布了《交通银行“十三五”时期品牌策略》，全面升级品牌体系，以“财富共创，价值共享”为品牌核心理念，形成集团一体化的品牌文化。
2018 年	银监会核准彭纯担任交行新一届董事长，任德奇任交行行长 信息系统智慧化转型工程暨“新 531”工程正式启动
2019 年	任德奇升任交行董事长
2020 年 5 月	刘珺为副董事长、拟被聘任为行长

数据来源：公开资料整理，东方证券研究所

加快深化改革步伐，大批项目落地见效，未来改革红利将持续释放，助力公司发展。自 2015 年起，公司每年推出 20 个深化改革项目，形成了“20+20+20”项目，围绕三条线展开。一是公司治理机制，如股份改革等；二是内部经营机制，如人员薪酬考核机制改革、建立风险管理责任制等；三是推进经营模式转型创新，主要为推动“分行制+事业部制”经营与“两化一行”落地。2017 年期，改革成效逐步显现，拨备前利润增速较快，2018 年同比增长 13.53%，2019 年同比增长 7.95%，整体维持较高增速，较 2015-2016 年显著改善。

图 5：交通银行拨备前利润增速较高（%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

人事变动频繁，现任董事长经验丰富。相比其他大行，交行人事变动较为频繁。2018 年 2 月，在交行工作将近 25 年的彭纯正式出任公司董事长，原中行副行长任德奇出任行长。2019 年 4 月彭纯辞去董事长一职，2019 年 12 月任德奇正式出任董事长。任德奇经历建行、中行和交行三家国有银行的历练，经验丰富，上任以来积极推进公司改革和业务流程优化，推动金融科技与资管业务发展。

表 3：董事长任德奇工作经历

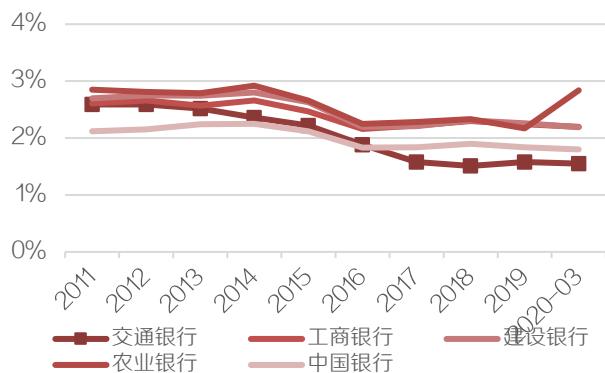
2003 年—2014 年	任建行信贷审批部副总经理、风险监控部总经理、授信管理部总经理、湖南省分行行长
2014 年 7 月—2015 年 10 月	任中国银行副行长
2015 年 10 月—2016 年 9 月	兼任中银香港（控股）有限公司非执行董事
2016 年 9 月—2018 年 6 月	兼任上海人民币交易业务总部总裁
2018 年 6 月—2019 年 12 月	任交通银行党委副书记、副董事长、行长
2019 年 12 月至今	任交通银行党委书记、董事长

数据来源：公开资料整理，东方证券研究所

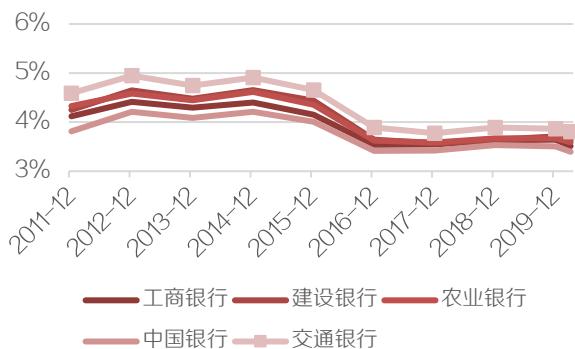
2. 息差改善助力营收，资本充足维持规模增长

2.1. 加强负债成本管理，支撑净息差

交行资产端收益率表现较好，负债成本是息差核心制约要素。2020Q1 交行净息差 1.55%，同比下降 3bps，处于行业较低水平。负债成本过高是息差的主要制约要素，交行生息资产收益率表现较好，但计息负债成本率较高，对息差造成拖累。但公司成立息差预期管理小组，主动调整负债结构，负债成本管理有望见效。

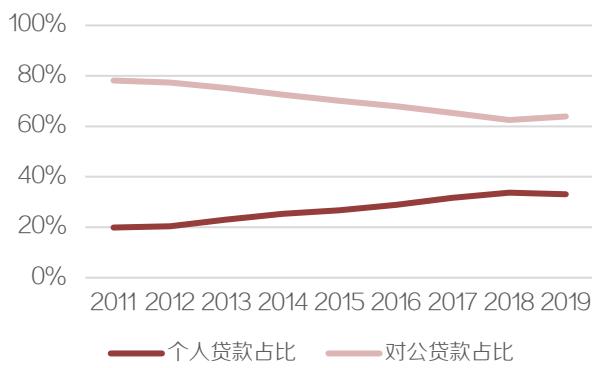
图 6：交行息差低于同业


数据来源：wind，东方证券研究所

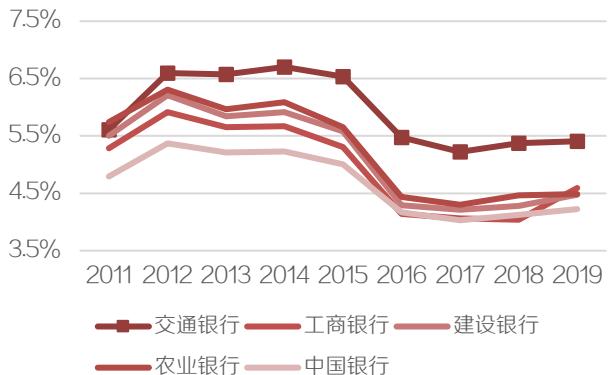
图 7：交行生息资产收益率高于同业


数据来源：wind，东方证券研究所

个人贷款占比提升，资产端收益率上行。交行历年来业务始终以对公业务为主，公司贷款和垫款收益率处于大行中位。但公司零售贷款定价能力相比其他大行较强，2019 年个人贷款和垫款收益率为 5.41%（远高于对公 4.38%），同比提高 3bps；近年来，公司个人贷款和垫款占比不断提升，截至 2019 年年末，占比为 33.08%，同比下降 61bps，随着个人贷款和垫款占比的提升，支撑交行资产端收益率。

图 8：交通银行个人贷款和垫款占比不断提升


数据来源：公司公告，东方证券研究所

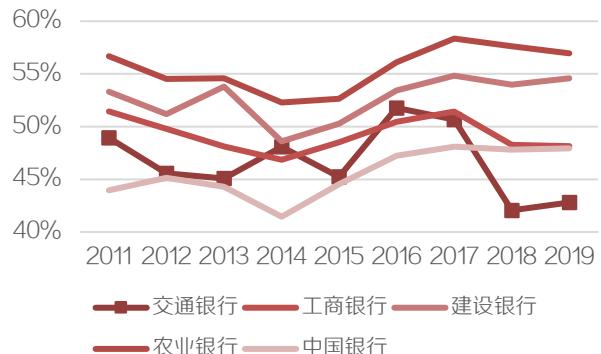
图 9：个人贷款和垫款收益率相比大行较高


数据来源：公司公告，东方证券研究所

前期计息负债成本率高，负债管理成工作重点。交行在利息业务的成本控制上表现略有不足，计息负债成本率明显高于同业。2019 年计息负债付息率为 2.53%，客户存款付息率为 2.31%，同业负债付息率 2.80%，较同行处于高位，且存款活期化不足，2019 年活期存款占比仅为 42.79%。负债成本过高致使净利息收入承压，公司主动调整负债结构，负债管理能力有望加强。

图 10：交通银行计息负债成本率过高


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：2019 年交行活期存款占比有所提升


数据来源：公司公告，东方证券研究所

成立息差预期管理领导小组，主动调整负债结构，降低负债成本。利率市场化、去杠杆等多种因素叠加，息差缩窄成为行业普遍趋势。2017 交行成立息差预期管理领导小组，将稳息差、控成本作为工作重点。2019 年同业拆借利率呈下降趋势，公司主动小幅增配同业负债，2020Q1 同业负债达到 14520.88 亿元，同比增长 0.76%，2019 年同业负债付息率同比下降 114bps，对净息差正面贡献较大。

图 12：2019 年以来 Shiber-3M (%) 呈下降趋势


数据来源：wind，东方证券研究所

图 13：2019 年交行同业负债（十亿元）及其同比增速


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.2. 存量不良压力充分释放，风险管理加强

存量不良压力已得到充分释放，积极处置不良贷款，不良率保持稳定，存量资产质量有所改善。2013 年至 2015 年宏观经济下行，银行业进入不良资产暴露期，公司受钢贸信贷风险暴露影响，被动加大计提力度，不良贷款率大幅提升，2016 年达到 1.52% 高点，拨备覆盖率大幅下降，2016 年达到 150.50% 低点。2016 年至今公司不良贷款率稳定在 1.50% 左右，2018-2019 年公司核销力度加大，不良贷款率呈下降趋势，拨备覆盖率也不断上升，风险抵御能力有所增强。2020 年

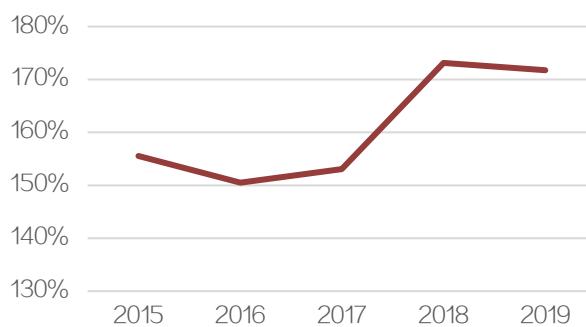
一季度，公司受疫情影响不良率上升至 1.59%，但随着复工复产有序推进，且长三角经济整体仍较好，预计后续公司资产质量风险可控。

图 14：2015-2019 交行不良率稳中有降，核销力度加大



数据来源：公司公告，东方证券研究所

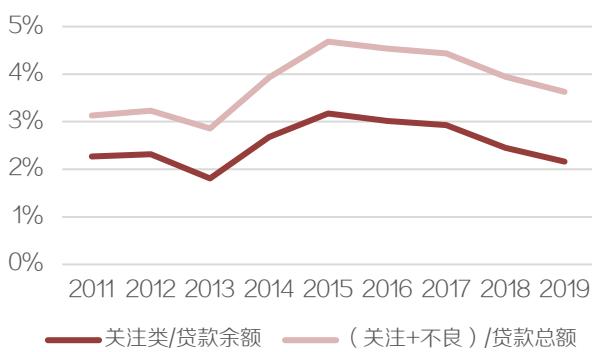
图 15：2015-2019 交行拨备覆盖率整体上升



数据来源：公司公告，东方证券研究所

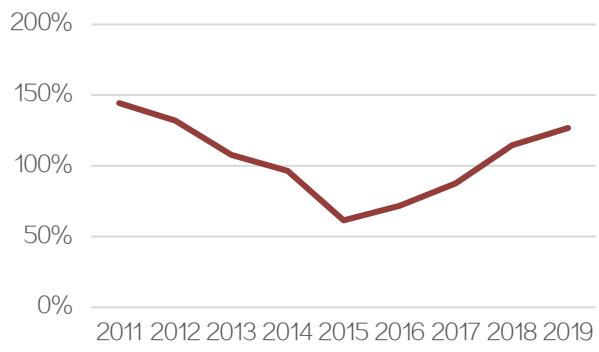
关注率呈下降趋势，存量不良资产消化良好，整体资产质量基础仍佳；不良贷款/90 天逾期不断攀升，不良管控更为严格。关注率以及关注+不良与贷款总额的比值 2015 年以后持续下降，2019A 公司关注率为 2.16%，同比下降 29bps，后续不良资产整体风险可控。同时，公司对于不良资产的认定更为严格，不良资产偏离度大幅改善，不良贷款/90 天逾期比值 2015 年为 61.48%，2019 年为 126.70%，同比增加 65.22%，不良贷款确认严格程度不断提升。

图 16：关注率呈下降趋势，资产质量基础仍好



数据来源：wind，东方证券研究所

图 17：不良贷款/90 天逾期不断提升

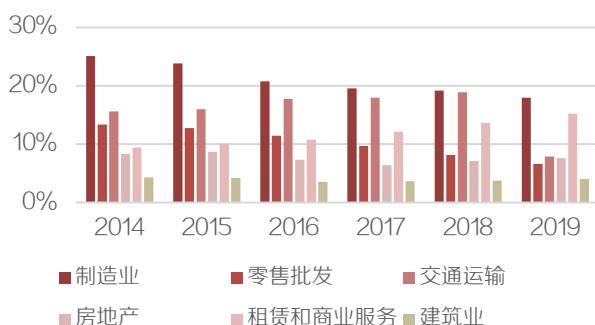


数据来源：公司公告，东方证券研究所

信贷投放行业结构不断优化，主要贷款地区资产质量较好。交通银行近年来致力于调整信贷投放结构，不断减少制造业和批发零售这两个不良率较高的行业贷款占比。2019 年公司制造业贷款投放总额为 6011.43 亿元，较 2014 年末缩减 235.30 亿元，2019 年制造业贷款占比 17.96%，较 2014 年制造业贷款占比下降 7.14%；批发零售业贷款投放总额为 2213.81 亿元，较 2014 年末缩减 1116.22 亿元，2019 年批发零售行业贷款占比 6.62%，较 2014 年该行业贷款占比下降 6.76%。同时，公司主要信贷地区长三角地区的整体不良贷款率呈下降趋势，整体已经渡过风险暴露期。且

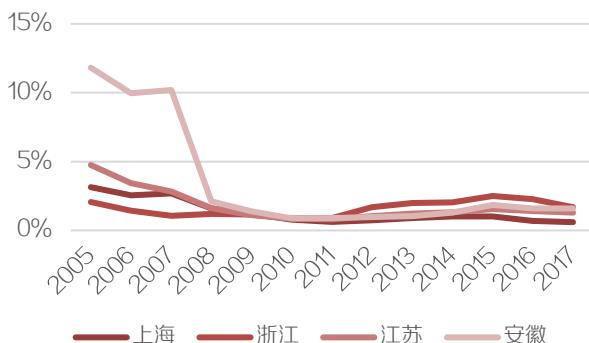
长三角经济发达，即使在经济下行压力增加的环境中，信贷资产质量也相对其他地区更好，公司信贷资源具有区位比较优势。

图 18：交通银行制造业和零售批发贷款占比不断下降



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 19：长三角地区整体不良率呈下降趋势



数据来源：wind，东方证券研究所

2.3. 资本有序补充，支撑信贷扩张无忧

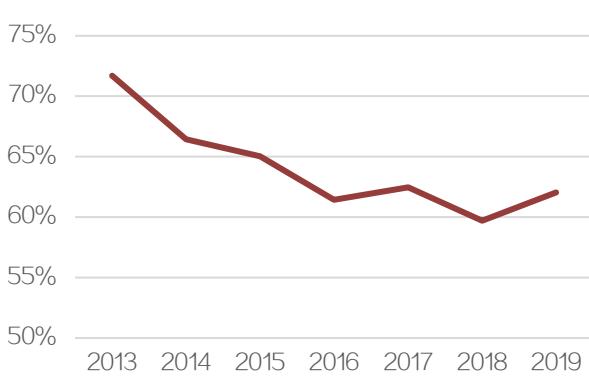
交行资本较为充足，信贷投放空间仍大。截至 2020Q1，公司核心一级资本充足率 10.83%，一级资本充足率 12.39%，资本充足率 14.16%，处于大行中等水平。公司在 2019 年 8 月发行规模为 400 亿元的二级资本债，在 2019 年 9 月发行规模为 400 亿元的无固定期限债券，补充公司其他一级资本，优化资本结构，支持业务稳健发展。公司风险加权资产占比呈下降趋势，风险水平良好。2020 年在政策逆周期调节加强的情况下，预计公司信贷投放速度将维持高位，充足的资本将成为公司规模扩张的重要支撑。交行各项资本充足率显著高于监管红线，支撑信贷投放无忧。

图 20：交通银行各项资本充足率高于监管红线的差值整体提升



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 21：风险加权资产占总资产比值下降



数据来源：wind，东方证券研究所

考虑交行 600 亿元可转债发行预案，成功发行并转股后补充核心一级资本，对应交行核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率由 2019 年末的 11.22%、12.85%、14.83% 可上调为

12.20%、13.83%、15.81%（因 2020 年一季报未披露加权风险资产数值，所以用 2019 年报数据做资本补充推算）。按照财务预测模型中 2020 年交行信贷投放增速 11.5%预计，交行补充资本前及补充资本后，资本金可支撑信贷投放时间均超过 6 年，资本金较为充足。

3. 非息业务贡献稳步提升，信用卡业务突出

3.1. 深耕财富管理，提升非息收入

综合化经营程度位居同业前列，非息收入贡献增大。随着金融脱媒，资管新规，利率市场化的全面推进，行业利差呈现缩窄的趋势。近年来商业银行普遍寻求轻资产转型，提高非利息收入占比。交通银行信用卡和财富管理业务作为战略发展重心拉动公司非息收入大幅增长，在 2017-2018 年因“营改增”口径调整以及监管政策逐步落地，多数银行非息收入营收占比下降，但交行仍维持稳健增长的趋势。截至 2020Q1，公司非息收入营收占比 43.49%，位于同行前列。

图 22：交通银行非息收入营收占比不断提升，位于大行前列



数据来源：wind，东方证券研究所

发挥财富管理优势，加快业务转型，财富管理银行品牌形象日益凸显。2004 年引入汇丰银行后，交行致力于零售银行转型，但直到 2006 年，公司才明确提出“打造一流零售银行”的目标。受 2008 年美国次贷危机引爆全球金融海啸的影响，公司未能实现零售业务转型三年目标，未能受益于零售业务转型的扩张。但公司并未停止改革的步伐，**2009 年提出“两化一行”发展目标，即“走国际化、综合化道路，建设以财富管理为特色的一流公众持股银行集团”，2018 年微调战略为“走国际化、综合化道路，建最佳财富管理银行”，树立财富管理特色。**通过“双轮”即“分行制+事业部制”的“双轮驱动”的经营模式，以及“双线”即“线上+线下”一体化、全渠道的轻型智能服务新模式，公司财富管理规模不断增加。截至 2019 年末，公司管理的个人金融资产(AUM)达 34463.15 亿元，较 2018 年末增长 12.71%。交银理财、达标沃德和私人银行客户数较 2018 年末分别增长 12.71%、19.01% 和 18.49%。

图 23：交通银行 AUM 不断增长



数据来源：公司公告，东方证券研究所

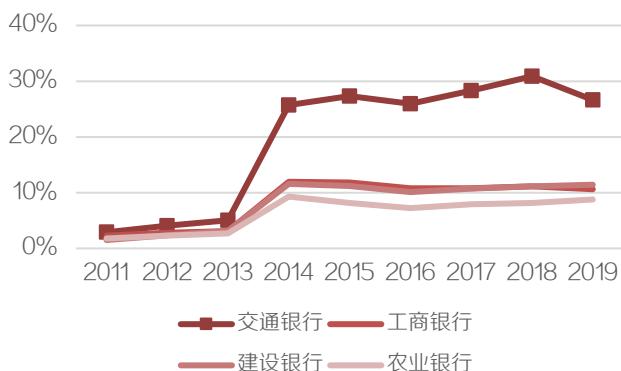
交银理财助力“最佳财富管理银行”建设，带来非息业务增长潜力。2019年6月交行正式成立交银理财有限责任公司，首款理财产品“交银理财稳享一年定开1号”2天即售罄全部产品额度和追加额度，合计人民币35亿元，市场反响良好。交银理财围绕现金管理、普惠金融、商业养老、科创投资、上海要素市场链接、以及长三角一体化发展等六大主题打造首批产品，打响“交银理财”品牌，提升市场影响力。

持续推动科技赋能，不断提高金融服务能力。公司依托金融科技和数据分析为客户建场景、架系统、搭平台，通过场景获客、线上黏客；推动网点综合化转型，提高线下获客能力；提升智能化风控能力。2019年公司全面启动FINTECH管培生、金融科技万人计划、存量人才赋能转型三大工程，为集团数字化、智慧化转型提供人才支撑。

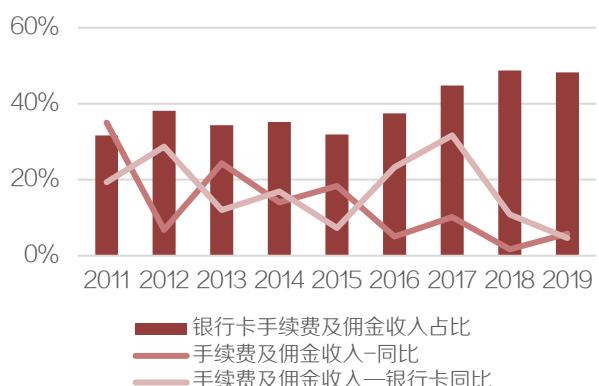
3.2. 信用卡引领零售转型，主动出清量风险

信用卡场景及业务规模显著增长，加快线上渠道建设，打造“在线+线下”一体化、全渠道的轻型智能服务新模式。交行信用卡聚焦有车、女性、年轻等目标客群，推出ETC卡、蜜卡、拥军卡、北京亿通行卡、饿了么联名卡、SonyPlayStation游戏主题卡等14款特色产品，优化客户结构。2017年交通银行首推“手机信用卡”，实现从发卡到使用的“秒批秒用”服务，30秒内处理率81%，3分钟处理率达99%，交通银行信用卡也与多家主流电商平台携手，移动支付布局领先同行。2019年交行绑卡量和交易量显著提升，全年累计移动支付交易占比同比提高3.44个百分点。“买单吧”APP性能进一步提升，上线弹性还款、ETC专区等最新功能，加强与手机银行协同发展，累计绑卡客户数突破6000万户，较上年末增长11.42%，月度活跃客户规模达2568万户。

交行信用卡贷款在个人贷款中占比位于大行前列，引领公司零售转型，手续费收入贡献较大。由于零售端风险较低，收益率较高，近年来，交行大力发展零售端业务，零售贷款占比持续增长。截至2019年年末，零售贷款占比高达33.08%，较去年同期增加84bps。信用卡贷款/个人贷款占比26.48%，虽占比较2018年有所下降，但仍远高于其他国有大行。交行银行卡对手续费及佣金收入贡献2015年至2018年持续提升，2019年因主动出清风险而有所降低，但整体而言，银行卡对手续费及佣金收入的贡献仍较大。

图 24：信用卡贷款/个人贷款占比位于行业前列


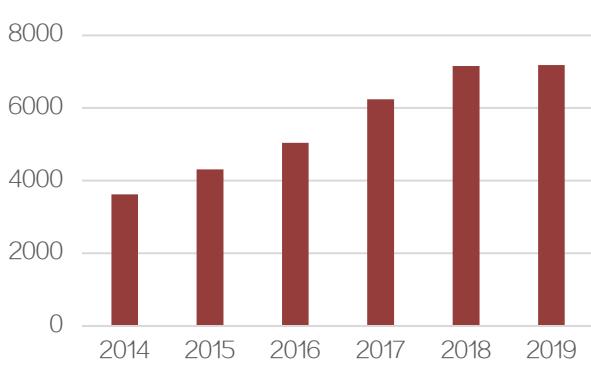
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 25：近年交行银行卡手续费收入占比整体提升


数据来源：公司公告，东方证券研究所

主动出清信用卡存量风险，2019 年公司压降信用卡透支余额，信用卡风控趋严。2019 年面对严峻的风险形势，交行信用卡中心采取主动出清风险的政策，适度减缓客户获取速度。公司逐步调整客群结构，信用卡业务有所压缩，境内行信用卡在册卡量（含准贷记卡）达 7180 万张，2019 年累计消费额达 29483.27 亿元，集团信用卡透支余额达 4673.87 亿元，同比缩减 378.03 亿元，信用卡透支不良率 2.38%，同比提高 86bps。

整肃信用卡存量风险利好信用卡长期发展，疫情对信用卡不良率影响偏于中短期。公司 2019 年主动控制了信用卡透支余额扩张，整肃存量风险，为后续信用卡业务的持续发展奠定较好基础。2020 年上半年受疫情影响，信用卡不良率可能将有所上升，但疫情影响偏于中短期，随着复工复产有序推进，失业率显著修复，长期来看，信用卡不良率将在外部环境修复、公司主动出清两者结合下或有改善。

图 26：境内行信用卡在册卡量（单位：万张）不断提高


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 27：信用卡透支余额与不良率


数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.3. 跨境服务能力增强，境外业务风险在国有行居中

交通银行主动对接国家“一带一路”建设和企业“走出去”需求，持续完善全球机构布局，公司提供跨境综合服务的能力不断增强。自“一带一路”倡议提出以来，中资银行成为支持“一带一路”建设的重要金融力量。截至2018年，公司为客户办理“一带一路”沿线64个国家跨境人民币资金往来2000多亿元；海外分行及离岸中心服务“一带一路”建设相关项目两百余个，累计发放贷款近200亿美元。2019年公司境外银行机构实现净利润63.63亿元，同比增长24.18%，占净利润比重同比上升93bps至8.23%。截至2019年末，公司境外银行机构资产总额达11640.18亿元，相比2018年末增长20.66pct，占总资产比重较2018年末上升108bps至11.75%。

虽然交行近年来境外业务利润及资产占比有所提升，但整体风险暴露程度在国有大行中仍处于中等水平。从与其他国有行对比来看，交通银行境外利润占比整体居中，当前在海外疫情风险较大的情况下，交行海外风险值得关注，从净利润占比来看，其整体海外风险暴露程度在国有大行中居中。

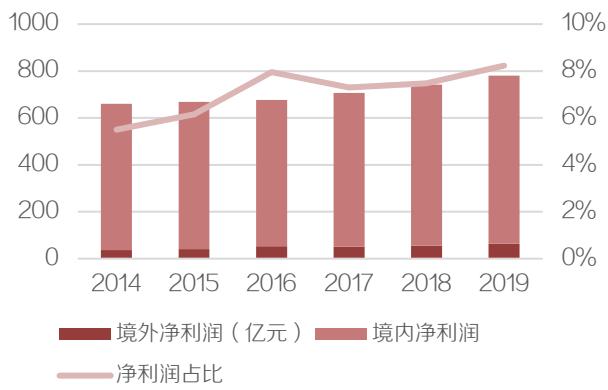
表4：交行境外利润占比在国有行中居中

	境外机构净利润占比（2019）
交通银行	8.23%
中国银行	24.42%
农业银行	2.04%
工商银行	9.02%
建设银行	1.73%

注：建设银行数据为境外利润总额占比

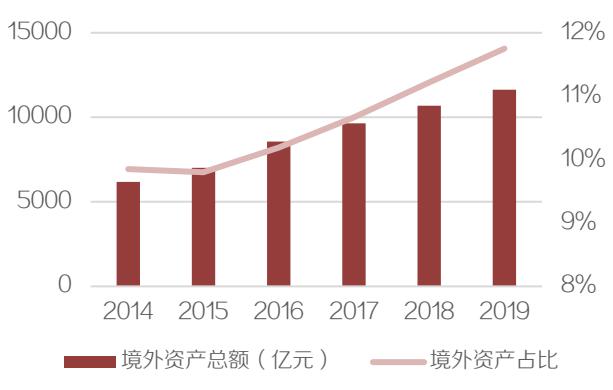
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图28：交行境外净利润占比不断提高



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图29：交行境外资产占比不断提高



数据来源：公司公告，东方证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们对公司2020-2022年盈利预测做如下假设：

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

- 1) **贷款增速**: 由于当前人民币贷款仍为社融的主要支撑，国有大行是人民币贷款投放的主力。交通银行顺应政策导向，贷款投放仍将保持较高速度，且随着宏观逆周期政策对冲力度加强，贷款增速预计仍将保持高位。2020-2022 年分别给予其贷款总额以 11.5%、12.0% 和 11.5% 的增速假设。
- 2) **存款增速**: 虽当前存款成本未显著下行，但存款付息率仍低于其他类型负债，银行仍有较大动力揽存。交行作为国有大行，网点数量较多，深耕长三角，渠道优势明显，预计客户存款将可能进一步向头部银行集中，2020-2022 年分别给予存款 5.0%、5.2% 和 5.4% 的增速。
- 3) **净息差**: 2020 年央行已通过 LPR、MLF 和逆回购等方式对银行资产端和负债端的利率进行了小幅调降。当前经济下行压力仍较大，预计货币政策整体仍较为宽松，**同业资产收益率、证券投资收益率**将有小幅降低。同业资产及证券投资收益率在 2020 年至 2022 年分别给予 2.75%、2.55%、2.30% 和 2.80%、2.60%、2.30% 的假设。**贷款收益率**方面，LPR 下调将逐渐传导到实体经济，预计银行贷款收益率也将跟随下行，但由于贷款增速较高，贷款占比的提升也将对 LPR 下行带来的影响构成一定支撑。预计 2020-2022 年贷款收益率整体下行，幅度可控，分别给予 4.60%、4.45% 和 4.40% 的假设。**负债付息率**方面，未来三年预计同业负债付息率 2.4%、2.2% 和 2.0%；新发债券在货币政策较为宽松的环境下，利率也将有所下行，导致**应付债券付息率**未来三年较前期有所下降，但由于增量相对较小，预计降幅有限，2020-2022 年预计其付息率为 1.40%、1.38% 和 1.35%。由于当前银行资产端压力较大，存款端成本仍较为刚性，为打开贷款利率下行空间，未来两年存款利率仍有下调空间；且随着结构化存款、大额存单等高息揽储产品受限，银行整体存款付息率或将小幅下行，假设交通银行**客户存款付息率**未来三年分别为 2.30%、2.28%、2.28%。
- 4) **手续费及佣金收入**: 由于交行在财富管理业务上逐步取得成效，信用卡业务也取得稳健增长，跨境服务能力不断增强。预计公司手续费及佣金收入增速未来三年将有小幅提升。2020-2022 年分别给予中收 7%、9%、12% 的增速假设。
- 5) **不良贷款**: 当前宏观经济下行压力，且伴随着银行信贷投放增速较高，预计不良生成率及不良率会有小幅上行，2020-2022 年给予不良生成率 1.00%、1.02%、1.03% 的假设，不良率 1.60%、1.61%、1.61% 的假设。因信贷投放速度加快且经济下行压力较大，预计拨备覆盖率可能会有下行，给予 157%、145%、136% 的假设。

表 5：业务分类及资产质量核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利息业务					
贷款总额增速	8.92%	9.27%	11.50%	12.00%	11.50%
存款增速	17.50%	4.83%	5.00%	5.20%	5.40%
计息负债增速	6.80%	2.78%	6.00%	6.00%	6.00%
生息资产增速	7.54%	3.74%	7.00%	9.00%	10.00%
净息差	1.51%	1.58%	1.50%	1.47%	1.49%
净利差	1.39%	1.48%	1.30%	1.24%	1.20%
非息业务					

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

手续费及佣金收入增速	1.39%	6.71%	7.00%	9.00%	12.00%
非息收入增速	19.53%	7.49%	8.50%	9.51%	10.98%
资产质量					
不良贷款率	1.49%	1.47%	1.60%	1.61%	1.61%
不良贷款生成率	1.24%	0.98%	1.00%	1.02%	1.03%
信用成本率（贷款）	0.90%	0.96%	0.89%	0.85%	0.88%
信用成本率（生息资产）	0.46%	0.52%	0.50%	0.49%	0.52%
其他					
费用增速	6.02%	3.94%	5.59%	8.20%	10.92%

数据来源：东方证券研究所

表 6：收入分类预测表（金额：百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利息收入	130908	144083	148527	158103	174875
利息收入	348864	367453	370851	387537	413015
利息支出	217956	223370	222324	229434	238139
手续费及佣金净收入	41237	43625	46679	50880	56985
手续费及佣金收入	44673	47669	51006	55596	62268
手续费及佣金支出	3436	4044	4327	4717	5282
其他非息收入	40195	43904	48294	53124	58436
营业收入	212654	232472	243500	262107	290297
同比					
净利息收入		10.06%	3.08%	6.45%	10.61%
利息收入		5.33%	0.92%	4.50%	6.57%
利息支出		2.48%	-0.47%	3.20%	3.79%
手续费及佣金净收入		5.79%	7.00%	9.00%	12.00%
手续费及佣金收入		6.71%	7.00%	9.00%	12.00%
手续费及佣金支出		17.69%	7.00%	9.00%	12.00%
其他非息收入		9.23%	10.00%	10.00%	10.00%
营业收入		9.32%	4.74%	7.64%	10.76%
占比					
净利息收入	61.56%	61.98%	61.00%	60.32%	60.24%
手续费及佣金净收入	19.39%	18.77%	19.17%	19.41%	19.63%
其他非息收入	18.90%	18.89%	19.83%	20.27%	20.13%

数据来源：东方证券研究所

4.2. 投资建议

我们采用 PB 估值法对交通银行进行估值。选取工、农、中、建四家大型国有银行作为可比公司。可比公司之间业务类型较为接近，在规模、存贷款结构、净息差、不良率等财务指标上均与交行可比。

我们得到公司 2020-2022 年 EPS 预测值为 1.08、1.14、1.21 元，BVPS 预测值为 10.12、10.95、11.84 元。根据可比公司 2020 年平均一致预期 PB 值 0.64 倍，按照此 PB 得到交通银行对应目标价为 6.53 元。目标价对应 2020 年 PB 为 0.64 倍，2020 年 PE 为 6.05 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

表 7：公司盈利预测结果与目标价

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	1.04	1.08	1.14	1.21
BVPS	9.34	10.12	10.95	11.84
前收盘价	5.12			
前收盘价对应 PE	4.92 倍	4.75 倍	4.49 倍	4.22 倍
前收盘价对应 PB	0.55 倍	0.51 倍	0.47 倍	0.43 倍
每股股利	0.32	0.33	0.35	0.37
股息率	6.15%	6.37%	6.74%	7.17%
目标价-相对估值	6.53			
目标价对应 PE	6.27 倍	6.05 倍	5.72 倍	5.38 倍
目标价对应 PB	0.70 倍	0.64 倍	0.60 倍	0.55 倍

数据来源：东方证券研究所，数据截至 2020/6/29 收盘

表 8：同业一致预测情况

	一致预测净利润增速			一致预测 ROE			一致预测 PB		
	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
工商银行	4.9%	3.6%	4.8%	12.5%	12.1%	11.7%	0.76	0.69	0.64
建设银行	4.7%	4.8%	4.5%	12.7%	12.2%	11.7%	0.75	0.69	0.63
农业银行	4.6%	3.4%	4.8%	11.7%	11.5%	11.2%	0.67	0.62	0.57
中国银行	4.1%	-0.1%	3.8%	10.8%	10.5%	10.0%	0.62	0.58	0.53
平均	4.6%	2.9%	4.5%	11.9%	11.6%	11.1%	0.70	0.64	0.59

数据来源：wind，东方证券研究所，数据截至 2020/6/29 收盘

5. 风险提示

当前经济仍有下行压力，若交行风控不及预期，则仍有可能造成资产质量风险恶化。

财富管理业务推进不及预期，则会造成非息收入增长平缓。

LPR 调降幅度较大，给公司造成息差压力。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表						
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利息收入	348,864	367,453	370,851	387,537	413,015	核心假设					
利息支出	217,956	223,370	222,324	229,434	238,139	贷款总额增速	8.92%	9.27%	11.50%	12.00%	11.50%
净利息收入	130,908	144,083	148,527	158,103	174,875	存款增速	17.50%	4.83%	5.00%	5.20%	5.40%
手续费和佣金净收入	41,237	43,625	46,679	50,880	56,985	计息负债增速	6.80%	2.78%	6.00%	6.00%	6.00%
营业收入	212,654	232,472	243,500	262,107	290,297	生息资产增速	7.54%	3.74%	7.00%	9.00%	10.00%
营业税金及附加	2,501	2,697	2,868	3,105	3,438	净息差	1.51%	1.58%	1.50%	1.47%	1.49%
业务及管理费	64,040	66,560	70,282	76,048	84,353	净利差	1.39%	1.48%	1.30%	1.24%	1.20%
资产减值损失	43,454	51,954	52,659	56,320	65,586	手续费及佣金收入增速	1.39%	6.71%	7.00%	9.00%	12.00%
营业支出	126,134	144,324	152,196	165,596	187,768	非息收入增速	19.53%	7.49%	8.50%	9.51%	10.98%
营业利润	86,520	88,148	91,304	96,511	102,529	费用增速	6.02%	3.94%	5.59%	8.20%	10.92%
利润总额	86,067	88,200	91,356	96,563	102,581	信用成本率(贷款)	0.90%	0.96%	0.89%	0.85%	0.88%
所得税	11,902	10,138	10,501	11,099	11,791	信用成本率(生息资产)	0.46%	0.52%	0.50%	0.49%	0.52%
归属母公司股东净利润	73,630	77,281	80,074	84,682	90,009	有效税率	13.83%	11.49%	11.49%	11.49%	11.49%
每股收益(元)	0.99	1.04	1.08	1.14	1.21	每股拨备前利润	1.75	1.89	1.94	2.06	2.26
						每股净利润	0.99	1.04	1.08	1.14	1.21
资产负债表						CAMEL 分析					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	C:核心资本充足率	14.37%	14.83%	15.16%	15.12%	14.88%
现金及存放央行	840,171	760,185	1,005,952	964,405	985,561	C:资本充足率	14.37%	14.83%	15.16%	15.12%	14.88%
存放同业	163,646	136,655	129,822	132,419	135,067	C:权益/贷款	14.87%	15.45%	14.90%	14.23%	13.66%
拆出资金	564,778	496,278	471,464	480,893	490,511	C:权益/资产	7.32%	7.62%	8.08%	8.18%	8.28%
买入返售金融资产	119,643	15,555	14,777	15,073	15,374	C:财务杠杆率	13.65	13.12	12.37	12.22	12.08
发放贷款和垫款	4,742,372	5,183,653	5,765,700	6,469,342	7,224,018	A:不良贷款比率	1.49%	1.47%	1.60%	1.61%	1.61%
交易性金融资产	376,386	406,498	389,794	423,588	468,355	A:拨备覆盖率	173.13%	171.77%	157.00%	145.00%	136.00%
证券投资-可供出售金融资产	445,018	669,656	642,138	697,809	771,559	A:拨备充足率	276.62%	289.17%	289.17%	289.17%	289.17%
证券投资-持有至到期投资	2,000,505	1,929,689	1,850,393	2,010,816	2,223,333	A:拨贷比	2.59%	2.53%	2.51%	2.33%	2.19%
资产合计	9,531,171	9,905,600	10,560,495	11,187,296	11,851,213	A:不良资产/(权益+拨备)	8.73%	8.35%	9.39%	9.92%	10.36%
同业及其他金融机构存放	1,101,324	921,654	967,737	1,020,962	1,082,220	E:ROA	0.77%	0.78%	0.76%	0.76%	0.76%
拆入资金	403,318	412,637	433,269	457,099	484,525	E:ROAA	0.80%	0.80%	0.79%	0.79%	0.79%
交易性金融负债	23,109	26,980	26,980	26,980	26,980	E:ROE	10.54%	9.74%	9.41%	9.27%	9.19%
卖出回购	137,513	106,858	112,201	118,372	125,474	E:ROAE	11.17%	11.20%	9.77%	9.60%	9.52%
客户存款	5,793,324	6,072,908	6,376,553	6,708,134	7,070,373	E:RoRWA	1.29%	1.26%	1.22%	1.22%	1.22%
负债合计	8,825,863	9,104,688	9,701,513	10,266,481	10,864,633	E:成本收入比	30.11%	28.63%	28.86%	29.01%	29.06%
股本	74,263	74,263	74,263	74,263	74,263	E:手续费和佣金收入占比	19.39%	18.77%	19.17%	19.41%	19.63%
资本公积	113,663	113,663	113,663	113,663	113,663	E:股利分配比例	30.26%	30.27%	30.27%	30.27%	30.27%
盈余公积	204,312	204,750	205,204	205,684	206,194	L:存货比	81.86%	85.36%	90.42%	96.44%	102.17%
未分配利润	129,161	177,141	228,209	282,817	341,100	L:贷款/生息资产	51.25%	54.01%	56.14%	57.79%	58.67%
少数股东权益	6,903	7,665	7,665	7,665	7,665	L:存款/计息负债	67.05%	68.39%	67.74%	67.23%	66.85%
股东权益合计	705,308	800,912	858,982	920,815	986,580						
负债合计股东权益总计	9,531,171	9,905,600	10,560,495	11,187,296	11,851,213						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东方证券股份有限公司自营业务持有交通银行(601328)一定仓位！

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人： 王骏飞

电话： 021-63325888*1131

传真： 021-63326786

网址： www.dfqz.com.cn

Email： wangjunfei@orientsec.com.cn

