

交通银行(601328)

当前被低估，未来有弹性 买入(维持)

2018 年 02 月 10 日

投资要点

■ **当前被低估，业绩有望改善。**从投资回报率的角度相对来看，估值折价力度（30%左右）远超 ROE 折价幅度（20%左右），当前位置被低估；从资产质量的角度来看，拨备池、每年新增利润可全面覆盖不良贷款余额及增量。业绩方面，收入端逐季好转。营业收入同比增速在 17 年中由负转正，且 17Q3 增速提升。预计未来在不良生成压力放缓、资产质量好转的情况下，不良率、逾期贷款占比等指标全线向好，或驱动利润增长逐季提速。经营上，信贷资源向零售倾斜，负债端同业负债规模及利率稳定、结构调整等因素，有望促进净息差企稳回升；受益于银行卡和资产托管业务的快速增长，手续费及佣金收入表现亮眼。

■ **净息差有望触底回升，且息差回升对利润增速贡献的弹性最大。**资产端：受益于信贷需求旺盛、贷款利率水平提升；结构上零售贷款占比不断提升，资产端收益率上行。负债端：“同业存单+同业负债”的成本及规模相对稳定，长期来看若交行主动调整负债结构，负债端整体成本有望稳定甚至下降；存款结构上看，活期存款增长趋势较好，17 年 9 月末较 6 月末，活期存款净增长 266 亿，且占比持续提升，从 13 年仅 45.08%提升至 17 年 9 月末的 51.14%，存款活期化趋势有利于降低负债端整体成本。此外，据我们静态测算（以 17 年中报数据为基础），在所有其它因素都保持不变的情况下，净息差每提升 1bp，交行的净利润增速提升 1.05pc，在国有大行中弹性最高。

■ **经营稳健，监管压力小。**资产结构角度：17 年 6 月末交行的非标资产占总资产的比重为 4.6%，远低于中小行；债券投资比例约为 20%左右，与国有大行相当；**风控严格、流程规范**：11 年以来银监会分局层面开出的 2660 份有效罚单中，交行仅收到 61 例，涉及罚款不足 2000 万，均为国有行最低。当前严监管的环境与交行一贯稳健的经营风格相匹配，预计未来所受监管压力相对较小。

■ **业务亮点：1）信用卡业务蓬勃发展。**业务开展上：业内首推“手机信用卡”，线上化比例不断提高；配套 APP “买单吧”绑定客户数超 2700 万，较年初增长 59%；与汇丰合作“太平洋双币信用卡”品牌知名度高，境内外网点优势明显。报表数据来看：17 年中信用卡贷款占个人贷款的比重超过 25%，新增部分占新增个人贷款的比重约为 1/3；信用卡交易额快速增长带来可观的手续费及佣金收入，17 年中期银行卡手续费收入为 77.63 亿元，同比增长 37.88%。2）**财富管理业务优势显著。**交通银行持续推进“两化一行”战略，国际化、综合化水平均位于同业前列；“交通银行，您的财富管理银行”品牌形象深入人心。17 年 6 月末，管理的个人金融资产（AUM）达 2.8 万亿；“蕴通财富”的现金管理集团客户数近 2 万户，较年初增长 10%以上；“沃德财富”的高净值客户数较年初增长 8.97%。

■ **盈利预测与投资建议：**交通银行的净息差有望触底、收入端逐季好转，在资产质量持续好转的情况下，利润增长有望逐季提速。预计 17/18/19 年交通银行的归母净利润分别为 695.8/748.7/807.7 亿，增速为 3.53%/7.61%/7.88%，BVPS 为 8.33/9.06/9.84 元/股。不论从相对的投资回报率角度来看，还是资产质量角度的绝对估值水平来看，我们认为交通银行一定程度上有所低估。当前时点看，四大行的 18 年平均 PB 水平为 0.95 倍，给予目标价 8.61 元，“买入”评级。

风险提示：大中型企业客户较多，受经济周期影响；利率上行超预期，增加负债成本；宏观经济下滑，资产质量大幅恶化；金融监管力度超预期。

证券分析师 马婷婷

执业证书编号：

S0600517040002

021-60199607

matt@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.70
一年最低/最高价	5.59/7.45
市净率(倍)	0.83
流通 A 股市值(百万元)	262980

基础数据

每股净资产(元)	8.06
资产负债率(%)	92.57
总股本(百万股)	74262
流通 A 股(百万股)	39251

相关研究

1. 2018 年投资策略：坚守价值，关注业绩弹性-20171228
2. 换个角度看银行的业绩和估值-20171210
3. 交通银行：低估值有安全边际，业绩改善股价有空间 - 20171029

目录

1. 当前位置被低估，18 年业绩有望改善	4
2. 资产质量压力缓解，各项指标全线向好	5
3. 规模增速较慢的背后：经营稳健，监管压力小	7
4. 净息差有望触底回升	8
4.1. 资产端：贷款收益率有望提升	9
4.2. 负债端：同业成本稳定，个人存款增长提速	11
5. 业务亮点：信用卡业务蓬勃发展，财富管理业务优势显著	12
5.1. 信用卡：首例“手机信用卡”，业务蓬勃发展	13
5.2. 财富管理优势显著	14
6. 投资建议：当前被低估，修复空间较大	15
7. 风险提示：	15

图表目录

图表 1 : 交通银行相对其他可比银行估值折价情况.....	4
图表 2 : 营收增长逐季提速.....	5
图表 3 : 非息收入高增长, 利息收入降幅收窄.....	5
图表 4 : 近几年六大事业部 PPOP 持续高增长.....	5
图表 5 : 交行资产质量全面向好.....	5
图表 6 : 制造业不良和投放比例变化.....	6
图表 7 : 批发和零售业不良和投放比例变化.....	6
图表 8 : 交行不良压力减缓, 未来预计拨备覆盖率持续上升.....	7
图表 9 : 国有大行主要资产质量指标分析.....	7
图表 10 : 17H 投资资产占总资产比重: 交行资产配置相对“稳健”.....	8
图表 11 : 除息差外, 交行利润增长的主要驱动因素贡献度均已转正.....	9
图表 12 : 大型企业 PMI 指数相对较高.....	9
图表 13 : 17Q2 以来, 表外融资规模增速显著下降.....	9
图表 14 : 零售贷款、信用卡贷款占比不断提升.....	10
图表 15 : 交行信用卡贷款增速领先同业.....	10
图表 16 : 老 16 家上市银行的贷款期限结构.....	10
图表 17 : 同业存单发行利率 18 年来有所下降.....	11
图表 18 : 交行零售存款增速差距缩小.....	12
图表 19 : 交行活期存款占比趋势上升.....	12
图表 20 : 交行手续费净收入增长稳健.....	12
图表 21 : 17 年 5 月信用卡 APP 月独立设备数及占比.....	13
图表 22 : 信用卡贷款占比: 交行远高于国有大行.....	13
图表 23 : 交通银行信用卡在卡量稳定增长.....	14
图表 24 : 银行卡业务手续费净收入持续增长.....	14
图表 25 : 交行与招行财富管理业务对比 (括号内为较年初增长率).....	14

1. 当前位置被低估，18 年业绩有望改善

18PB 仅 0.74 倍，当前位置被低估。在银行板块及国有大行整体市净率（LF）均达到 1.1x 的情况下，交通银行当前 PB（LF）仅 0.83x，18PB 仅 0.74x，明显低于同业。简单的从投资回报率的角度来看，交通银行的 ROE 水平较低，估值折价有一定的合理性，但从幅度来说，显著偏低。2016 年交通银行的 ROE 水平为 12.22%，较国有大行的 ROE 水平（15%左右）折价 20%左右；但估值水平 PB 仅为 0.83 倍，被低估约 30%。从资产质量的角度来看，2017 年 6 月末，交通银行的不良率为 1.51%，基本为大行平均水平（银监会数据显示，17Q4 国有大行不良率为 1.53%）；从相对客观的逾期贷款数据来看，逾期 90 天以上的贷款规模为 829 亿，拨备池规模超过 900 亿，即使逾期 90 天以上贷款需要全部损失核销，依然可以全面覆盖。此外，每年新增的净利润规模约为 700 亿，扣除分红后仍可补充净资产。在当前经济数据显著向好，银行业资产质量好转的情况下，逾期贷款的数据呈稳定下降趋势，当前估值水平显著偏低。

图表1：交通银行相对其他可比银行估值折价情况

银行	ROE（加权）	PB(LF)	ROE 折价	PB 折价
交通银行	12.22%	0.83	--	--
工商银行	15.24%	1.18	-19.8%	-29.66%
建设银行	15.44%	1.25	-20.9%	-33.60%
农业银行	15.14%	1.02	-19.3%	-18.63%
中国银行	12.58%	0.91	-2.9%	-8.79%
招商银行	16.27%	1.61	-24.9%	-48.45%
中信银行	12.58%	0.93	-2.9%	-10.75%
民生银行	15.13%	0.84	-19.2%	-1.19%
光大银行	13.80%	0.84	-11.4%	-1.19%
平安银行	13.18%	1.01	-7.3%	-17.82%

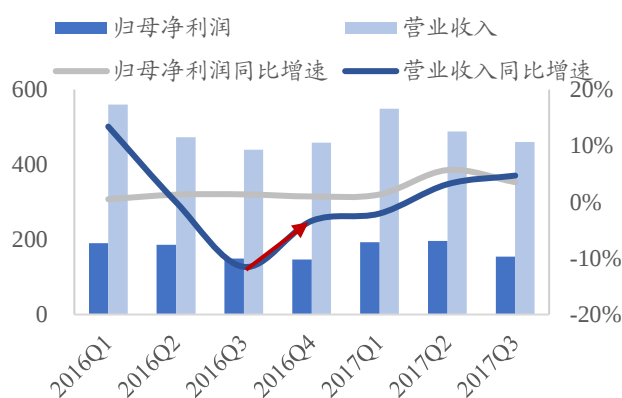
数据来源：公司定期报告，东吴证券研究所

注：ROE 采用上市银行 16 年披露的数据。

18 年交行业绩有望改善。1) **资产质量触底。**从不良率指标来看，不良生成率不断下降，17 年中期的年化不良生成率降至 0.6%，为过去 5 年最低水平；从相对客观的逾期贷款数据来看，逾期贷款占比从 15 年的 3.04%下降至 2.34%，各项资产质量指标全线向好，驱动利润增长逐季提速。2) **净息差有望触底。**同比口径下“营改增”的负面影响消除；负债端“同业存单+同业负债”的成本及规模相对稳定，长期来看若交行主动调整负债结构，负债端整体成本有望稳定甚至下降；资产端受益于信贷需求旺盛、贷款利率水平提升，结构上零售贷款占比不断提升，资产端收益率上行；整体来看净息差有望触底甚至回升。3) **手续费及佣金净收入表现亮眼。**交通银行前三

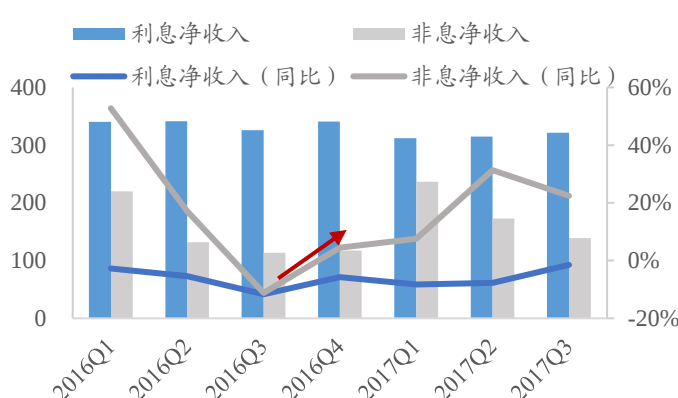
季度的非息收入同比增长 17.93%，其中手续费及佣金净收入同比增长 5.92%，增速在国有大行中最高。从具体业务来看，银行卡和资产托管业务增长较快。4) **特色业务层面**：“六大事业部利润中心”（包括金融市场、贵金属、离岸、票据、信用卡中心、资产管理）保持高增长，17 中期其拨备前利润同比增长 13.77%，约占交行拨备前利润的三分之一。**综合来看**，交通银行的收入端逐季好转，营收同比增速在 17Q2 由负转正，且 17Q3 增速提升，经营改善；在资产质量持续好转的情况下，交行的利润增长有望逐季提速。

图表2: 营收增长逐季提速



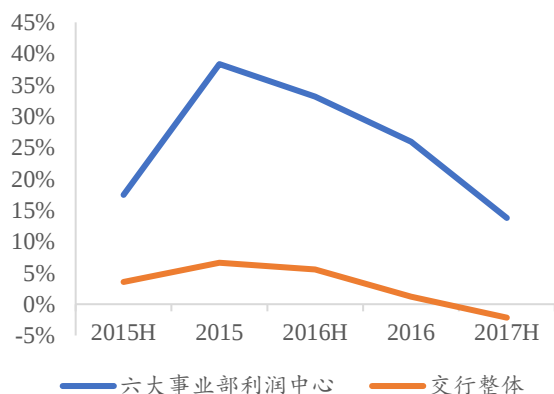
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表3: 非息收入高增长, 利息收入降幅收窄



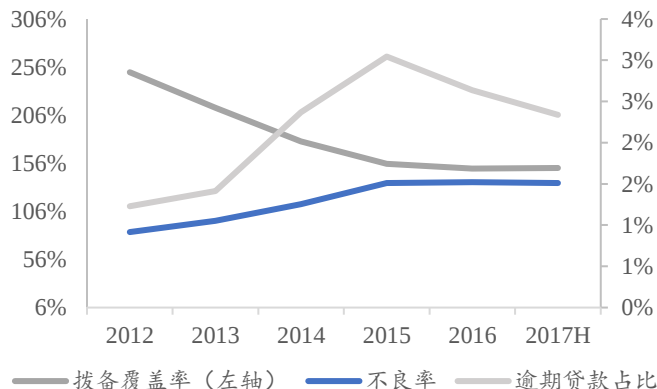
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表4: 近几年六大事业部 PPOP 持续高增长



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图表5: 交行资产质量全面向好



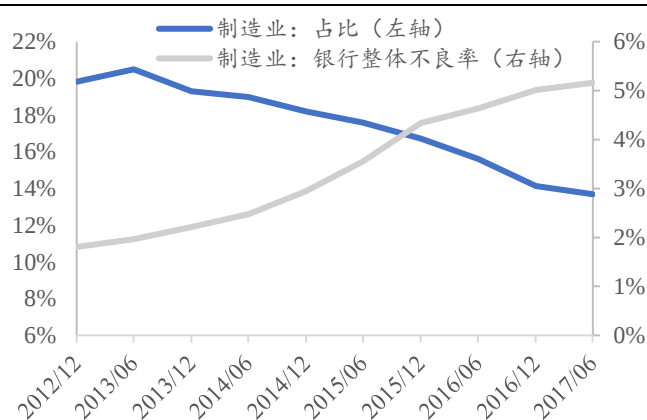
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2. 资产质量压力缓解, 各项指标全线向好

加大核销力度化解存量不良, 积极调整信贷结构严控增量风险。2013 年, “钢贸违约事件”发生, 交行受到一定冲击。14 年上半年交行新增不良 173 亿, 其中 65%左右来自

于钢贸行业（属于批发与零售业）和小微企业¹。在此后几年间，交行积极应对，加大风控力度并积极调整信贷结构：**1）加大对公风控力度。**根据授信审批权限，交行实行分行和总行分级审批制度，从业务开展、单笔信贷额度、定价权等多方面进行区分，精准定位、加强风控。**2）加大对不良贷款的核销及处置力度。**过去4年，交行共计核销及转出不良贷款772亿元，约占17年6月末逾期贷款存量规模的75%。截止17年6月末，其不良贷款余额较16年末仅增长44亿，17年以来，不良贷款余额增速放缓，历史包袱逐渐减轻，存量风险逐步化解；**3）积极调整信贷结构。**批发零售业、制造业是占比较高且近几年来不良率逐渐上升的行业，交行过去几年一直致力于信贷结构的调整，减少高不良行业贷款的配置。13年末到17年6月末，交行对批发零售业的投放总额净减少682.5亿，占比从11.99%持续下降至7.40%；制造业投放总额净减少322.1亿，占比从19.3%下降至13.7%，信贷投放结构不断优化。

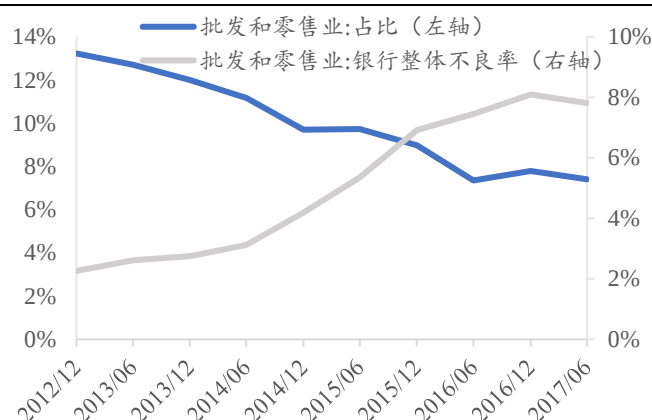
图表6：制造业不良和投放比例变化



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所测算

注：由于交行未公布行业不良率情况，批发零售业、制造业不良率根据其他上市银行公布数据测算

图表7：批发和零售业不良和投放比例变化



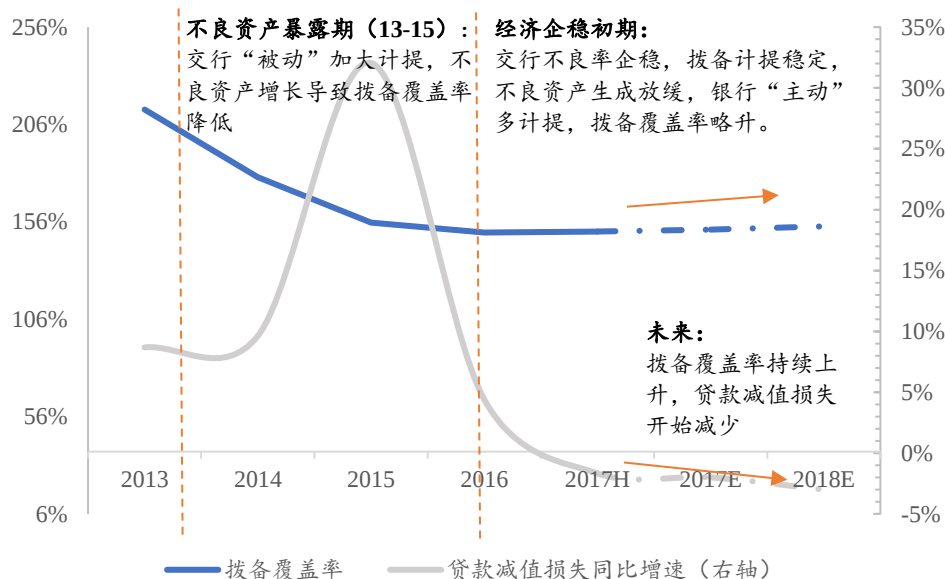
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所测算

资产质量指标全面改善。9月末交行的不良率为1.51%，与6月末持平；不良贷款余额为668.18亿，较6月末仅增加8.65亿元，17H加回核销及转出的不良生成率降至仅0.6%，不良生成显放缓态势。15年以来，逾期贷款占比从3.04%降至2.34%，资产质量持续向好。在资产质量稳定向好的情况下，拨备计提金额保持稳定。17年前三季度共计提219.1亿，其中Q3单季度计提约70亿，拨备覆盖率较6月末提升0.04pc至151.06%，符合监管要求。

当前宏观经济企稳向好，且交行的对公客户主要集中在华东、华中、华南的大、中型企业，是本轮经济复苏的主要受益者，预计未来交行的资产质量将持续改善，不良贷款余额有望增速放缓甚至净减少，拨备覆盖率有望继续提高，增强风险抵御能力。

¹数据来源：财新网，<http://finance.caixin.com/2014-08-22/100719966.html>

图表8: 交行不良压力减缓, 未来预计拨备覆盖率持续上升



数据来源: Wind 资讯, 公司财报, 东吴证券研究所整理

图表9: 国有大行主要资产质量指标分析

上市银行	不良率 (Q3)	不良贷款较 6 月末增量	拨备覆盖率 (Q3)	逾期贷款占比 (17H)	占比变动 (较 16 年)
工商银行	1.56%	29.71	148.42%	2.23%	-0.43%
建设银行	1.50%	21.97	162.91%	1.49%	-0.03%
农业银行	1.97%	-185.97	194.29%	2.61%	-0.22%
中国银行	1.41%	57.21	153.57%	1.97%	-0.18%
交通银行	1.51%	8.65	151.06%	2.34%	-0.30%

数据来源: Wind 资讯, 公司财报, 东吴证券研究所

3. 规模增速较慢的背后: 经营稳健, 监管压力小

相比中小行, 交行的规模增速相对较慢, 但体现其经营稳健的风格, 当前严监管情况下压力较小。过去几年, 中小行通过增配非标、同业与投资业务快速扩大资产规模, 相比之下交行规模增速相对较慢。从另一个角度看这正是交行过去“经营稳健”的结果, 17年6月末交行的非标资产占比为 4.6%, 远低于中小行; 债券投资比例约为 20%左右, 与国有大行相当。

此外, 交行经营稳健的风格还体现在风控严格、流程规范上。我们统计了 11 年以来银监会分局层面开出的 2660 份有效罚单, 交行仅收到罚单 61 例, 总罚款金额不足 2000 万, 国有大行最低。当前严监管的环境与交行一贯稳健的经营风格相匹配, 预计未来所受监管压力相对较小。

图表10: 17H 投资资产占总资产比重: 交行资产配置相对“稳健”

上市银行	贷款	同业资产	投资			其他
			债券	非标	合计	
交通银行	47.8%	9.6%	22.9%	4.6%	27.5%	15.2%
工商银行	53.1%	7.1%	20.5%	1.4%	21.8%	18.0%
建设银行	56.3%	3.8%	21.1%	2.2%	23.3%	16.7%
农业银行	48.6%	5.8%	25.4%	3.3%	28.6%	17.0%
中国银行	53.7%	6.2%	20.3%	2.1%	22.4%	17.8%
招商银行	54.9%	7.2%	15.7%	9.4%	25.1%	12.8%
中信银行	53.3%	4.7%	15.0%	14.9%	29.9%	12.1%
浦发银行	49.5%	3.8%	22.0%	13.2%	35.2%	11.5%
民生银行	45.7%	5.3%	18.1%	17.7%	35.7%	13.2%
兴业银行	34.5%	2.3%	20.5%	31.4%	51.9%	11.3%
光大银行	47.5%	8.9%	18.1%	12.8%	30.9%	12.7%
华夏银行	52.6%	6.8%	19.6%	8.4%	28.1%	12.6%
平安银行	50.1%	7.7%	11.7%	15.0%	26.7%	15.5%

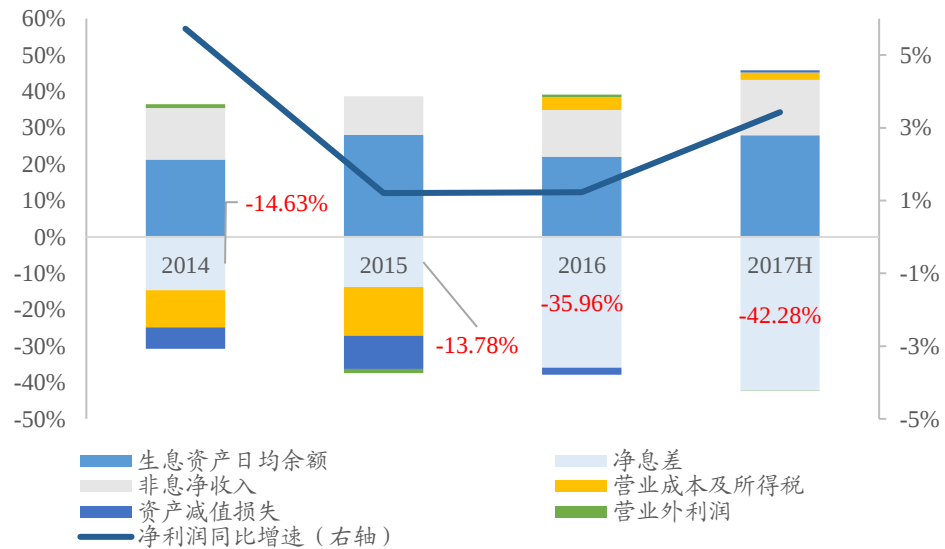
数据来源: Wind 资讯, 公司财报, 东吴证券研究所

4. 净息差有望触底回升

从利润分解角度看, 除息差外, 利润增长主要驱动因素的贡献度均已转正。17 年 6 月末交行利润增长的五大驱动因素中: 1) 规模增速对利润增长的贡献度为 27.49%, 国有大行中最高; 2) 非息收入逆市增长, 对利润增长的贡献度为 15.27%, 国有大行中最高, 且过去 2 年贡献度持续增加; 3) 成本收入比的贡献度由负转正, 从 15 年的 -13.32% 上升至 17H 的 2%; 4) 随资产质量向好, 拨备计提压力减小, 对利润贡献度在 17H 首度转正; 5) 息差的负面影响有所扩大 (17H 到 -42.28%, 基本见底)。比较其他国有大行, 交行利润增长的拖累因素主要为“息差”。

但我们认为, 未来交通银行的息差水平有望触底回升, 且息差回升对利润增速贡献的弹性最大。从逻辑上来看: 1) 18 年同比口径下“营改增”的负面影响消除; 2) 资产端: 受益于信贷需求旺盛、贷款利率水平提升; 结构上零售贷款占比不断提升, 资产端收益率上行。3) 负债端: “同业存单+同业负债”的成本及规模相对稳定, 长期来看若交行主动调整负债结构, 负债端整体成本有望稳定甚至下降; 存款结构上看, 活期存款增长趋势较好, 17 年 9 月末较 6 月末, 活期存款净增长 266 亿, 且占比持续提升, 从 13 年仅 45.08% 提升至 17 年 9 月末的 51.14%, 存款活期化趋势有利于降低负债端整体成本。此外, 据我们静态测算 (以 17 年中报数据为基础), 在所有其它因素都保持不变的情况下, 净息差每提升 1bp, 交行的净利润增速提升 1.05pc, 在国有大行中弹性最高。

图表11: 除息差外, 交行利润增长的主要驱动因素贡献度均已转正

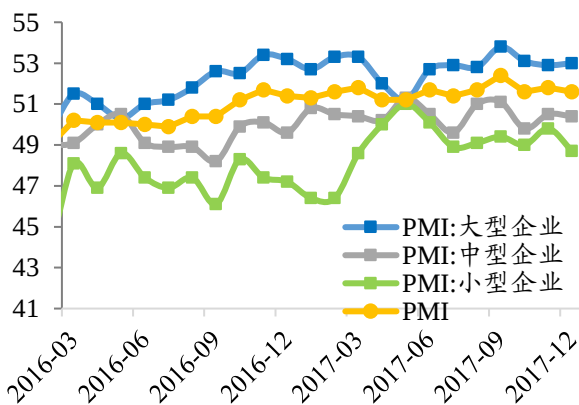


数据来源: 公司定期报告, 东吴证券研究所

4.1. 资产端: 贷款收益率有望提升

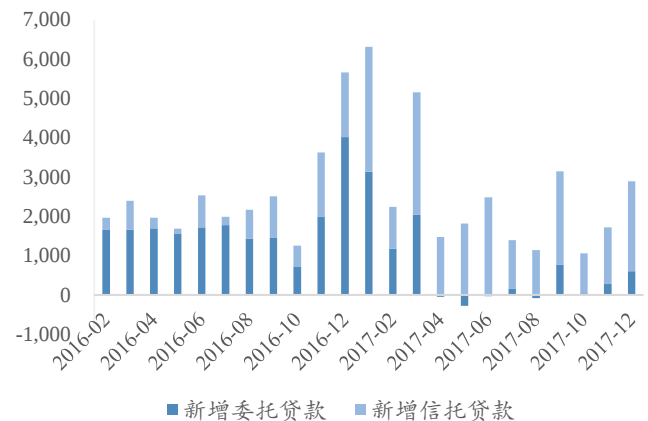
信贷需求旺盛, 贷款收益率整体稳步提升。1) 经济企稳向好, 企业自身融资需求旺盛。17年以来宏观经济企稳向好, 企业经营状况改善, 工业企业利润增速维持在20%左右的高位, 实体经济融资需求回暖; 且交行的对公客户主要为华东、华中、华南的大、中型企业, 是本轮经济复苏的主要受益者(17年PMI大企业明显高于荣枯线, 在52%~53%的水平); 2) 在严监管背景下, “非标转贷”、“债转贷”趋势明显。17年末, 银监会陆续发布《关于规范银信类业务的通知》、《商业银行委托贷款管理办法》等监管文件, 规范表外融资; 从数据来看, 17Q2以来表外融资(委托贷款+信托贷款)规模同比少增7864亿元, 部分融资需求或向表内信贷转移。3) 17年下半年信贷额度较为紧张, 部分储备项目或将于18年陆续投放。综合来看, 信贷需求较为旺盛, 而信贷供给则相对收紧, 除额度限制外, 部分银行或由于加息预期主动控制信贷投放节奏, 贷款收益率水平有望整体稳步提升。

图表12: 大型企业 PMI 指数相对较高



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

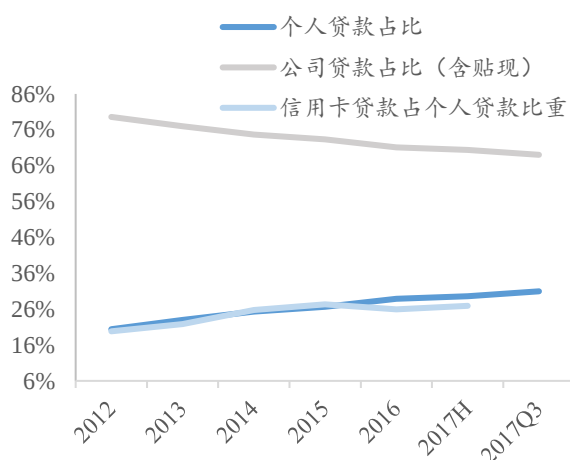
图表13: 17Q2以来, 表外融资规模增速显著下降



数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所

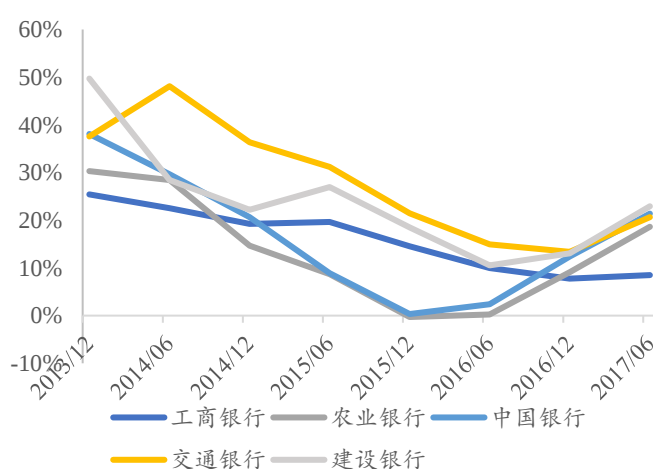
结构上看，收益率较高的零售贷款，尤其是信用卡贷款占比提升。1) 贷款增量明显向零售贷款倾斜。17年中相比16年末新增的2671亿贷款中，40%为零售贷款，其中信用卡贷款增长约400亿，增速近13%。过去5年间，交行零售贷款占比持续、快速提升，从12年仅20.41%上升至17年9月末的30.97%。相比对公贷款，零售贷款的收益率较高（17H交行零售贷款的收益率为5.33%，远高于对公贷款的4.21%）；此外，信用卡贷款的收益率更高，在贷款资源持续向零售端倾斜的趋势下，贷款的整体收益率有望持续提升。2) 个人贷款中，信用卡贷款发展迅速。从报表数据来看，信用卡贷款余额过去三年的年化复合增长率高达22.07%，高于其他国有大行；信用卡贷款占比也从12年的不足20%上升至17年6月末的26.88%，远高于其他国有大行10%左右的水平。

图表14: 零售贷款、信用卡贷款占比不断提升



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表15: 交行信用卡贷款增速领先同业



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

期限上看，交行存量贷款的期限较短，利率上行时可较快完成重定价，且重定价能力显著较强。在利率上行周期里，期限越短的贷款将越快完成重定价。交通银行的贷款中，期限在一年以内的规模占比为38.41%，国有大行中最高。此外，从历史数据看来，交通银行的贷款收益率在利率上行周期时表现较好，在两次大的加息周期里，06-07年、10-11年，一年期贷款的基准利率分别提升189bps、125bps，而交行的贷款收益率分别提升163bps和172bps，显著优于其他国有大行。

图表16: 老16家上市银行的贷款期限结构

银行	3个月以内	3个月-1年	短期贷款	新增贷款规模占比	贷款重定价合计
工商银行	10.49%	18.30%	28.79%	8.51%	37.30%
建设银行	6.77%	20.18%	26.95%	11.00%	37.95%
农业银行	9.62%	22.64%	32.26%	10.02%	42.27%
中国银行	12.03%	21.44%	33.48%	8.82%	42.30%
交通银行	15.54%	22.87%	38.41%	8.88%	47.28%
招商银行	17.93%	24.87%	42.80%	14.16%	56.96%
中信银行	17.63%	22.24%	39.87%	10.76%	50.63%

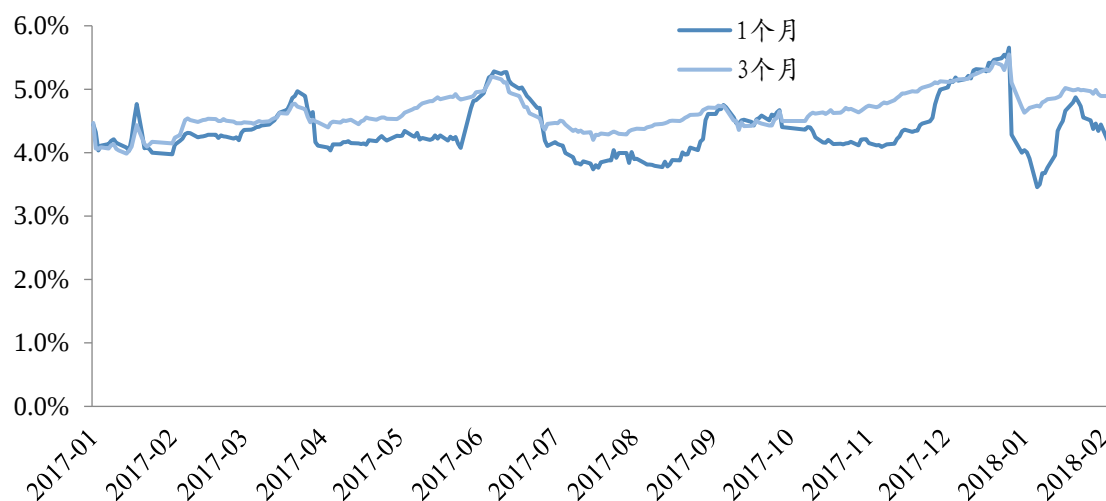
浦发银行	15.01%	19.37%	34.38%	15.73%	50.11%
民生银行	16.74%	27.46%	44.21%	15.92%	60.13%
兴业银行	11.45%	22.91%	34.36%	11.84%	46.20%
光大银行	7.66%	20.69%	28.35%	13.31%	41.66%
华夏银行	12.70%	27.82%	40.52%	11.02%	51.54%
平安银行	18.98%	24.63%	43.61%	12.90%	56.51%
北京银行	8.88%	26.74%	35.62%	13.90%	49.52%
南京银行	9.42%	29.53%	38.95%	16.00%	54.95%
宁波银行	15.77%	44.99%	60.76%	11.62%	72.38%

数据来源：Wind 资讯，公司财报，东吴证券研究所

4.2. 负债端：同业成本稳定，个人存款增长提速

同业负债的规模占比、成本均稳定，负面影响边际减弱。从负债结构看，交通银行的“同业负债+同业存单”占比相对较高，17Q3 约为 23%（未剔除结算性存款）。从成本的角度考虑，同业利率水平处于较高位置，在央行“稳健中性”的货币政策基调下，同业利率继续大幅上行的空间有限。且从 18 年初的情况来看，同业存单的发行利率略降，预计同业负债的成本将稳定。从结构来看，随着存款的正常增长，若维持现有的同业负债规模、或主动压降，都有利于负债端整体成本稳定。

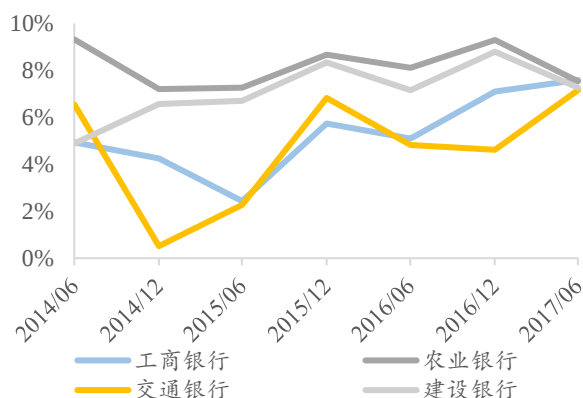
图表17：同业存单发行利率 18 年来有所下降



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

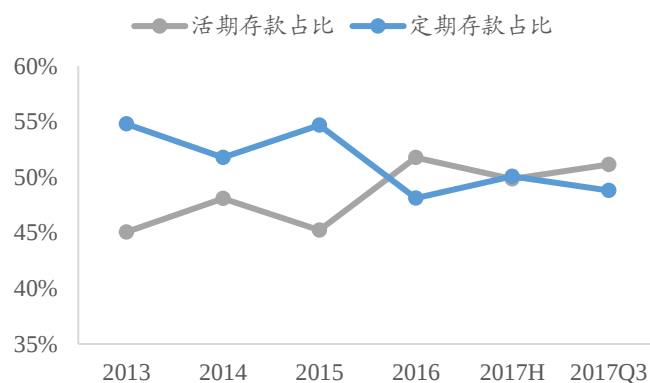
存款活期化趋势持续，零售存款增长提速。9 月末交行存款较 6 月末净减少 719 亿元，或由于时点因素导致。其中，活期存款维持增长趋势，较 6 月末净增长 266.3 亿。从过去 5 年情况来看，交行活期存款占比持续提升，从 13 年仅 45.08% 提升至 17 年 9 月末的 51.14%，存款活期化有利于交行未来存款成本的稳定。依托零售金融业务方面的既有优势，交行零售存款已进入“良性增长”，过去 3 年个人存款增速不断提升，到 17 年 6 月末同比增长超过 7%，与其他国有大行的差距逐渐缩小。

图表18: 交行零售存款增速差距缩小



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表19: 交行活期存款占比趋势上升

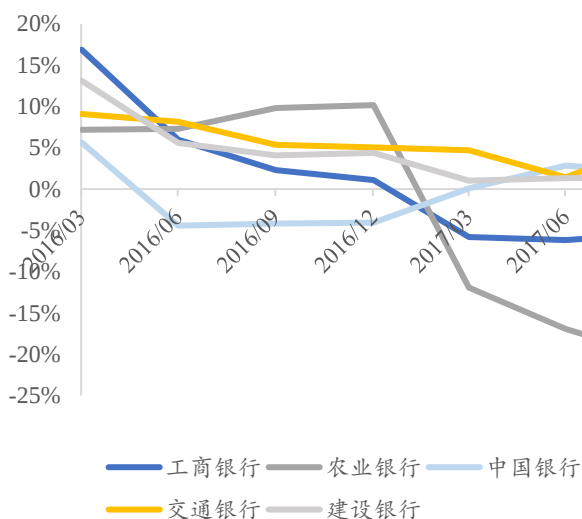


数据来源: Wind 资讯, 公司财报, 东吴证券研究所

5. 业务亮点: 信用卡业务蓬勃发展, 财富管理业务优势显著

信用卡及财富管理业务驱动非息收入稳健正增长。17 年以来“营改增”口径调整及监管等因素致大多数银行非息收入下降。老 16 家上市银行非息收入增速从 16 年末的 7.49% 下降到 17H 的 -2.1%，但交行的非息收入逆市增长，前三季度同比增长 17.93%（其中手续费及佣金净收入同比增长 5.92%）。从过去 3 年表现看，交行的手续费及佣金净收入一直保持“稳健增长”的态势（稳定在 6% 左右的增速，17 年前三季度领先国有大行）。交行手续费收入稳健增长的背后是其银行卡业务、财富管理业务等长期积累的业务优势。

图表20: 交行手续费净收入增长稳健

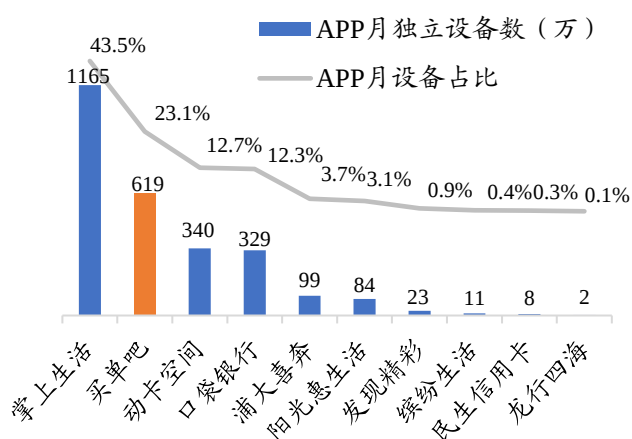


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

5.1. 信用卡：首例“手机信用卡”，业务蓬勃发展

信用卡业务优势显著。信用卡业务作为集团“低资本消耗、低成本扩张”转型的重点发展业务，由独立核算的信用卡中心负责，近年来发展迅速。其主要优势在于：1) 线上优势明显。2017年4月，业内首推“手机信用卡”并发布行业标准，首创“秒批、秒用、秒贷”模式，上半年手机信用卡的发卡量超过100万张，抢占移动信用卡市场先机。配套信用卡APP“买单吧”满足线上用卡需求，吸引了大量客户：17H绑卡客户数超过2700万户，较2017年初增长59%，客户活跃度同比提高5个百分点，线上化比例不断提高。艾瑞咨询数据显示，17年5月买单吧APP月独立设备数达到619万，仅次于招行的掌上生活APP，线上优势明显。此外，交行创新引入“视频客服”，客服可在线直播为客户服务，成为业内首创的客户服务新模式。2) 与汇丰银行的合作带来境外业务发展优势。交通银行和汇丰银行联手推出“中国人的环球卡--交通银行太平洋双币信用卡”，成为交行的一大品牌。该卡结合交通银行和汇丰“本土与全球”的双重优势，交通银行在国内130多个城市，拥有2600多个分支机构；HSBC作为全球第二大金融机构拥有布局在世界各地完善的银行网络系统。

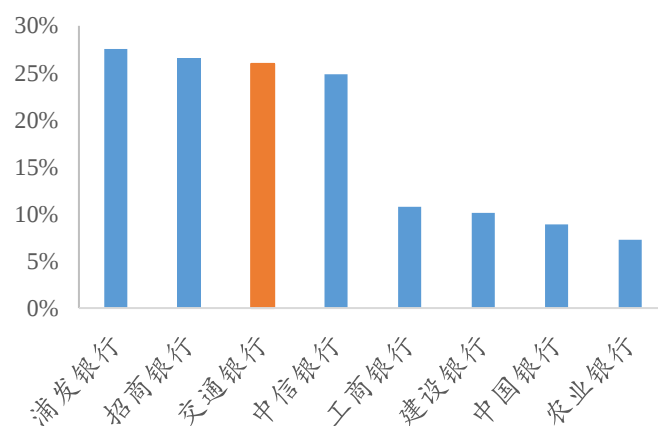
图表21: 17年5月信用卡APP月独立设备数及占比



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所整理

注：月独立设备数指该月使用过该APP的设备总数

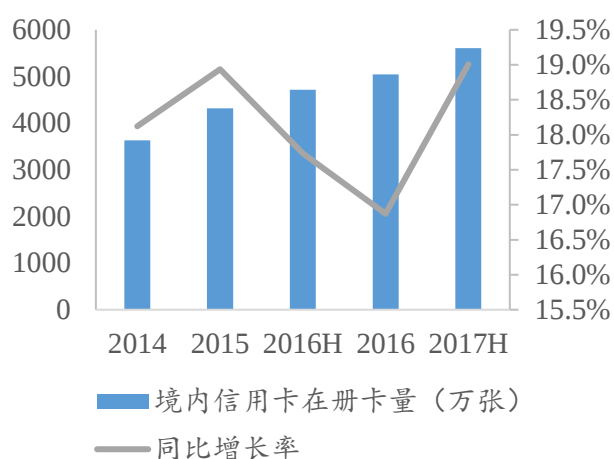
图表22: 信用卡贷款占比：交行远高于国有大行



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

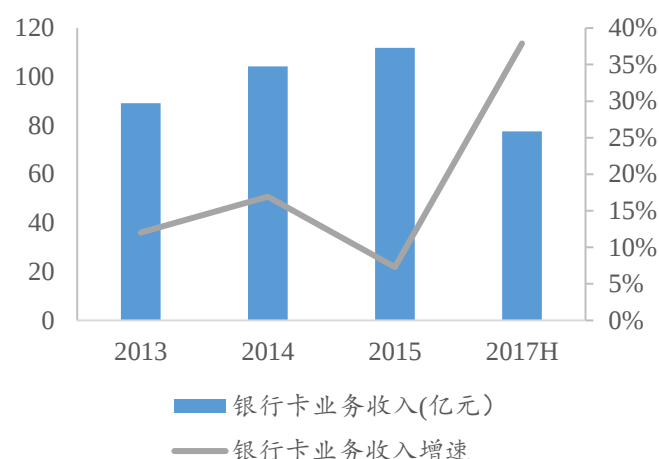
2017年上半年境内信用卡在发卡量（含准贷记卡）为5610万张，较年初净增长567万张，市场排名第5；上半年累计消费额为1.02万亿元，同比增长15.18%，市场排名第4；17年中信用卡贷款占个人贷款的比重超过25%，新增部分占新增个人贷款的比重约为三分之一，近3年的年化复合增长率高达22.07%，远高于其他国有大行。此外，信用卡业务为交行带来了可观的中间业务收入，17H银行卡手续费收入为77.63亿，同比增长37.88%，是推动上半年交行中收快速增长最大的驱动因素。

图表23: 交通银行信用卡在册卡量稳定增长



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表24: 银行卡业务手续费收入持续增长



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

注: 16 年交行未披露银行卡业务手续费收入

5.2. 财富管理优势显著

财富管理一直是交行的优势业务。1) 财富管理作为交行“两化一行”的“一行”，是公司最具竞争力的业务板块之一。17 年 6 月末，零售领域的个人金融资产 (AUM) 达 2.8 万亿元；公司业务领域，“蕴通财富”的现金管理集团客户数近 2 万户，较年初增长 10% 以上；同业业务领域的“交银通业”同业财富管理客户数较年初增长 13.42%。2) “沃德财富”针对高净值客户，品牌优势明显。与招行的“金葵花”客户类似，“沃德财富”是专门为高净值客户打造的金融服务品牌，客群质量优异，申请条件为季度日均金融资产余额大于 50 万元的客户。近年来，其品牌知名度不断提升，17H 达标客户数较年初增长 8.97%，发展迅速。

图表25: 交行与招行财富管理业务对比(括号内为较年初增长率)

	交行“沃德财富”	招行“金葵花”
客户数(万户)	97.6 (8.97%)	204.8 (7.38%)
AUM(万亿)	2.84 (4.97%)	4.82 (6.17%)
申领条件	季度日均金融资产余额大于 50 万元(含)	同一分行个人账户资产折合人民币总额达到 50 万元

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所整理

6. 投资建议：当前被低估，修复空间较大

综合来看，交通银行的收入端逐季好转，营收同比增速在 17Q2 由负转正，且 17Q3 增速提升，经营改善；在资产质量持续好转的情况下，交行的利润增长有望逐季提速。我们预计 17/18/19 年交通银行的归母净利润分别为 695.8/748.7/807.7 亿，增速为 3.53%/7.61%/7.88%，BVPS 为 8.33/9.06/9.84 元/股。不论从相对的投资回报率角度来看，还是资产质量角度的绝对估值水平来看，我们认为交通银行都一定程度上被低估。当前时点看，四大行的 18 年平均 PB 水平为 0.95 倍，给予目标价 8.61 元，“买入”评级。

7. 风险提示：

- 1) 公司大中型企业客户较多，或受经济景气度影响；
- 2) 金融监管力度超预期，可能对市场情绪产生负面影响，导致投资风格转向；
- 3) 利率上行超预期或提高负债成本，对息差造成负面影响；
- 4) 若宏观经济下滑，企业盈利能力大幅下降，导致资产质量恶化，可能严重拖累银行业绩。

交通银行财务预测表（单位：百万元）

每股指标	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
EPS	0.91	0.94	1.01	1.09	净利息收入	134,871	140,213	152,390	165,629
BVPS	7.67	8.33	9.06	9.84	净手续费收入	36,795	39,014	41,737	44,663
每股股利	0.27	0.28	0.30	0.33	其他非息收入	10,147	8,586	8,586	8,586
P/E	7.40	7.15	6.65	6.16	营业收入	181,813	187,813	202,713	218,878
P/B	0.87	0.80	0.74	0.68	税金及附加	(5,962)	(10,907)	(11,838)	(12,814)
业绩增长率	2016A	2017E	2018E	2019E	业务及管理费	(60,289)	(58,955)	(63,510)	(68,443)
净利息收入	-6.45%	3.96%	8.68%	8.69%	营业外净收入	760	136	146	156
净手续费收入	5.05%	6.03%	6.98%	7.01%	拨备前利润	116,322	118,088	127,511	137,777
营业收入	-2.57%	3.30%	7.93%	7.97%	资产减值损失	(30,212)	(30,542)	(33,422)	(36,275)
拨备前利润	1.21%	1.52%	7.98%	8.05%	税前利润	86,110	87,545	94,089	101,501
归属母行净利润	1.03%	3.53%	7.61%	7.88%	所得税	(18,459)	(17,509)	(18,724)	(20,199)
盈利能力	2016A	2017E	2018E	2019E	税后利润	67,651	70,036	75,365	81,303
净息差（测算）	1.79%	1.67%	1.70%	1.72%	归属母公司净利润	67,210	69,580	74,874	80,773
生息资产收益率	3.85%	3.85%	3.89%	3.92%	资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E
计息负债成本率	2.40%	2.46%	2.46%	2.46%	存放央行	991,435	1,041,007	1,113,877	1,191,849
ROAA	0.87%	0.81%	0.81%	0.82%	同业资产	715,787	782,372	853,175	920,212
ROAE	11.56%	10.65%	10.62%	10.61%	贷款总额	4,102,959	4,414,784	4,759,137	5,130,350
成本收入比	33.16%	31.39%	31.33%	31.27%	贷款减值准备	(93,913)	(99,034)	(105,640)	(113,563)
资产质量	2016A	2017E	2018E	2019E	贷款净额	4,009,046	4,315,749	4,653,497	5,016,787
不良贷款余额	62,400	65,560	69,319	73,260	证券投资	2,314,445	2,411,140	2,549,464	2,743,426
不良贷款净生成率	0.74%	0.70%	0.69%	0.68%	其他资产	372,453	396,549	425,292	457,862
不良贷款率	1.52%	1.49%	1.46%	1.43%	资产合计	8,403,166	8,946,818	9,595,306	10,330,330
拨备覆盖率	150.50%	151.06%	152.40%	155.01%	存款余额	4,728,589	4,965,018	5,312,570	5,684,450
拨贷比	2.29%	2.24%	2.22%	2.21%	同业负债	1,787,463	1,917,229	2,062,045	2,220,091
资本状况	2016A	2017E	2018E	2019E	应付债券	229,515	263,942	285,058	307,862
资本充足率	14.02%	14.12%	14.23%	14.24%	负债合计	7,770,759	8,264,537	8,858,533	9,534,716
一级资本充足率	12.16%	12.52%	12.72%	12.84%	股东权益合计	632,407	682,281	736,773	795,614
核心一级资本充足率	61.44%	60.44%	59.94%	59.60%	负债及股东权益	8,403,166	8,946,818	9,595,306	10,330,330

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>