



601328.CH

增持

原评级:增持

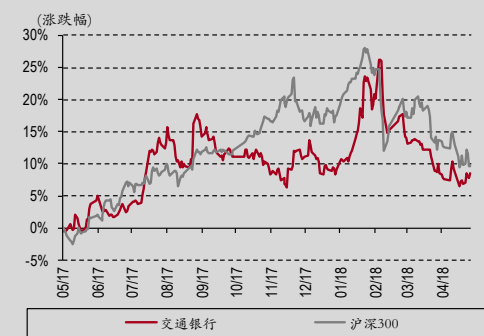
市场价格:人民币 6.18

板块评级:强于大市

#### 本报告要点

- 资产规模稳健增长, 负债成本上升导致息差收窄

#### 股价表现



| (%)       | 今年至今  | 1个月 | 3个月   | 12个月  |
|-----------|-------|-----|-------|-------|
| 绝对        | (0.3) | 0.2 | (8.7) | 7.5   |
| 相对沪深300指数 | 6.3   | 3.6 | 3.3   | (1.9) |

|                  |         |
|------------------|---------|
| 发行股数(百万)         | 74,263  |
| 流通股(%)           | 100     |
| 流通股市值(人民币 百万)    | 459,686 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 914     |
| 资本充足率(%)         | 14.0    |
| 主要股东(%)          |         |
| 中华人民共和国财政部       | 26.53   |

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年4月27日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

## 交通银行

### 资产规模稳健增长, 负债成本上升导致息差收窄

交通银行1季度资产规模稳步增长, 贷款环比增5.3%。在18年存款市场竞争更趋激烈的情况下, 交行1季度存款规模同环比分别增15.8%/3.13%, 我们预计存款的较快增长与负债端成本快速上行有关, 使得息差环比下降18BP, 需持续关注交行存款增长的可持续性和负债端压力对息差表现后续的影响。18Q1公司资产质量呈现企稳向好态势, 拨备覆盖率进一步提升。我们维持交行18/19年EPS 1.00/1.06元/股盈利预测, 对应增5.3%/6.9%, 对应PB0.69x/0.64x, 估值安全边际高, 维持“增持”评级。

#### 支撑评级的要点

- 净利息收入降幅收窄, 负债成本上升导致息差收窄。交行18年1季度净利润同比增3.97%, 营收同比-10.59%, 其中净利息收入同比-2.4%, 降幅较17年有所收窄(-5.56%, YOY)。净利息收入为负主要是受到息差收窄的影响, 公司1季度净息差为1.40%, 同环比分别下降11BP/18BP, 我们预计负债端成本上升较快导致息差收窄是由于公司采用了较高成本吸收存款以保持存款较快增长策略。在存款竞争形势依然严峻的18年, 需要持续关注公司负债端压力上行给净息差带来的影响。1季度手续费收入同比增速下行8.6个百分点至-3.86%。
- 资产规模稳健增长, 存款占负债比重进一步提升。交行1季度资产规模环比增2.53%。其中证券投资类资产环比增4.0%, 贷款环比增5.3%, 贷款在总资产中的占比提升1.3%至49.5%。负债端, 交行1季度存款规模环比增3.13%, 占总负债的比重66.51%。1季度同业负债环比下降了17%, 按加上同业存单的新同业负债口径计算, 占总负债的25.7%。
- 不良生成维持低位, 拨备水平进一步提升。交行1季度不良率为1.5%, 环比与17年末保持一致。根据我们测算, 公司1季度加回核销的单季年化不良生成率为0.64%。1季度拨备覆盖率为166%, 拨贷比为2.49%, 拨贷比未达到监管要求(2.5%), 未来仍存在计提压力。

#### 评级面临的主要风险

- 资产质量下滑超预期

#### 估值

- 我们维持交行18/19年EPS 1.00/1.06元/股盈利预测, 对应增速5.3%/6.9%, 对应PB0.69x/0.64x, 估值安全边际高, 维持“增持”评级。

#### 投资摘要

| 年结日: 12月31日  | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(人民币 百万) | 181,813 | 177,428 | 192,306 | 206,650 | 222,259 |
| 变动(%)        | (2.6)   | (2.4)   | 8.4     | 7.5     | 7.6     |
| 净利润(人民币 百万)  | 67,210  | 70,223  | 73,932  | 79,008  | 85,417  |
| 变动(%)        | 1.0     | 4.5     | 5.3     | 6.9     | 8.1     |
| 净资产收益率(%)    | 12.3    | 11.9    | 11.6    | 11.4    | 11.4    |
| 每股收益(人民币)    | 0.91    | 0.95    | 1.00    | 1.06    | 1.15    |
| 市盈率(倍)       | 6.83    | 6.54    | 6.21    | 5.81    | 0.01    |
| 市净率(倍)       | 0.81    | 0.75    | 0.69    | 0.64    | 0.59    |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**图表 1. 2018 年 1 季度业绩摘要**

| (人民币, 百万) | 1Q17     | 1Q18     | 同比 (%)  |
|-----------|----------|----------|---------|
| 利息收入      | 85,428   | 75,988   | 12.42   |
| 利息支出      | (54,959) | (44,771) | 22.76   |
| 净利息收入     | 30,469   | 31,217   | (2.40)  |
| 手续费及佣金收入  | 11,685   | 12,202   | (4.24)  |
| 手续费及佣金支出  | (841)    | (923)    | (8.88)  |
| 净手续费及佣金收入 | 10,844   | 11,279   | (3.86)  |
| 主营业务净收入   | 41,313   | 42,496   | (2.78)  |
| 其他营业净收入   | 3,067    | 2,666    | 15.04   |
| 营业收入      | 54,912   | 49,099   | (10.59) |
| 业务及管理费用   | (13,395) | (12,741) | 5.13    |
| 营业税金及附加   | (615)    | (584)    | 5.31    |
| 营业利润      | 30,370   | 31,837   | (4.61)  |
| 营业外收支净额   | 88       | 34       | 158.82  |
| 拨备前利润     | 30,458   | 31,871   | (4.43)  |
| 计提拨备      | (7,073)  | (7,859)  | (10.00) |
| 其他资产减值准备  |          |          | NA      |
| 税前利润      | 23,385   | 24,012   | (2.61)  |
| 所得税       | (3,153)  | (4,562)  | (30.89) |
| 税后利润      | 20,232   | 19,450   | 4.02    |
| 少数股东权益    | 141      | 127      | 11.02   |
| 净利润       | 20,091   | 19,323   | 3.97    |

资料来源：公司数据、中银证券

## 事项

交通银行公布 18 年一季报, 2018Q1 净利润同比增+3.97; 总资产 9.27 万亿元 (+6.10%, YoY/+2.53%, QoQ), 其中贷款+7.97%YoY/+5.26%, QoQ; 存款+15.8%YoY/+3.13%, QoQ; 营业收入同比-10.59%, 净利息收入同比增-2.40%, 手续费净收入同比增-3.86%, 净息差 1.40% (-11bps, YoY; -18bps,QoQ); 成本收入比 28.40% (+4.27pct, YoY); 不良贷款率 1.50% (+0bps, QoQ); 拨贷比 2.49 (+0.18%, QoQ), 拨备覆盖率 165.85% (+11.12pct, QoQ); 年化 ROA 0.88% (-0.03pct, YoY), 年化 ROE 12.93% (+0.83pct, YoY), 公司核心一级资本充足率 10.74%, 资本充足率 14.00%。

## 净利息收入降幅收窄，负债成本上升导致息差收窄

交行 18 年 1 季度净利润同比增 3.97%。拨备前净利润同比增-4.4%，受信贷成本释放，净利润增速由负转正。1 季度营收同比-10.59%，其中净利息收入 1 季度同比-2.4%，降幅较 17 年有所收窄（-5.56%，YOY）。净利息收入为负主要是受到息差收窄的影响，公司 1 季度净息差为 1.40%，同环比分别下降 11BP/18BP，源于付息负债成本率同比提升 37BP 高于生息资产收益率的上升（+11BP，YOY）。我们预计负债端成本上升较快是由于公司采用了较高成本吸收存款以保持存款较快增长策略。在存款竞争形势依然严峻的 18 年，需要持续关注公司负债端压力上行给净息差带来的影响。1 季度手续费收入同比增速下行 8.6 个百分点至-3.86%，增速由正转负，我们认为主要是金融监管加强带来的影响，预计 18 年公司手续费收入增速将维持在较低水平。

## 资产规模稳健增长，存款占负债比重进一步提升

交行 1 季度资产规模环比增 2.53%。其中证券投资类资产环比增 4.0%，贷款规模同比增 8.0% (vs17Q1,+11.7%)，环比增 5.3%，贷款在总资产中的占比提升 1.3%至 49.5%。负债端，交行 1 季度存款规模环比增速为 3.13%，占总负债的比重环比提升 7.55 个百分点至 66.51%。同时，公司压缩同业负债，1 季度同业负债环比下降了 17%，按加上同业存单的新同业负债口径计算，占总负债的 25.7%，占比环比下降了 3.8 个百分点。

### 不良生成維持低位，撥備水平進一步提升

交行1季度不良率為1.5%，環比與17年末保持一致，同比下降了2個BP。根據我們測算，公司1季度加回核銷的單季年化不良生成率為0.64%（假定核銷率與17Q1保持不變）。受I9調整影響，公司1季度撥備覆蓋率為166%，環比提升12pct，撥貸比為2.49%，環比提升16BP，撥貸比未達到監管要求（2.5%），未來仍存在計提壓力。

### 投資建議

交通銀行1季度資產規模穩步增長，並進一步進行了業務結構優化，1季度貸款環比增5.3%，在總資產中的比重進一步提升。在18年存款市場競爭更趨激烈的情況下，交行1季度存款規模同環比分別增15.8%/3.13%，我們預計存款的較快增長與負債端成本快速上行有關，使得息差環比下降18BP，需持續關注交行存款增長的可持續性和負債端壓力對息差表現後續的影響。18Q1公司資產質量呈現企穩向好態勢，撥備覆蓋率進一步提升。我們維持交行18/19年EPS 1.00/1.06元/股盈利預測，對應增速5.3%/6.9%，對應PB0.69x/0.64x，估值安全邊際高，維持“**增持**”評級。

**损益表(人民币 十亿元)**

| 年结日: 12月31日          | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>每股指标(RMB)</b>     |        |        |        |        |        |
| EPS (摊薄/元)           | 0.91   | 0.95   | 1.00   | 1.06   | 1.15   |
| BVPS (摊薄/元)          | 7.67   | 8.23   | 8.93   | 9.67   | 10.47  |
| 每股股利                 | 0.27   | 0.29   | 0.30   | 0.32   | 0.35   |
| 分红率(%)               | 29.8   | 30.2   | 30.2   | 30.2   | 30.2   |
| <b>资产负债表(Rmb bn)</b> |        |        |        |        |        |
| 贷款总额                 | 4,103  | 4,457  | 4,858  | 5,295  | 5,772  |
| 证券投资                 | 2,352  | 2,562  | 2,793  | 3,044  | 3,318  |
| 应收金融机构的款项            | 716    | 782    | 853    | 930    | 1,013  |
| 生息资产总额               | 8,068  | 8,638  | 9,359  | 10,152 | 11,016 |
| 资产合计                 | 8,403  | 9,038  | 9,792  | 10,623 | 11,527 |
| 客户存款                 | 5,048  | 4,930  | 5,078  | 5,281  | 5,493  |
| 计息负债总额               | 7,508  | 7,601  | 8,149  | 8,813  | 9,554  |
| 负债合计                 | 7,771  | 8,362  | 9,064  | 9,839  | 10,683 |
| 股本                   | 74     | 74     | 74     | 74     | 74     |
| 股东权益合计               | 629    | 671    | 723    | 778    | 838    |
| <b>利润表(Rmb bn)</b>   |        |        |        |        |        |
| 净利息收入                | 135    | 127    | 140    | 152    | 164    |
| 净手续费及佣金收入            | 37     | 41     | 43     | 46     | 48     |
| 营业收入                 | 182    | 177    | 192    | 207    | 222    |
| 营业税金及附加              | (6)    | (2)    | (3)    | (3)    | (3)    |
| 拨备前利润                | 116    | 115    | 126    | 136    | 146    |
| 计提拨备                 | (30)   | (31)   | (34)   | (38)   | (40)   |
| 税前利润                 | 86     | 83     | 92     | 98     | 106    |
| 净利润                  | 67     | 70     | 74     | 79     | 85     |
| <b>资产质量</b>          |        |        |        |        |        |
| NPL ratio(%)         | 1.52   | 1.5    | 1.48   | 1.46   | 1.45   |
| NPLs                 | 62,400 | 66,902 | 71,899 | 77,311 | 83,692 |
| 拨备覆盖率(%)             | 151    | 153    | 156    | 158    | 159    |
| 拨贷比(%)               | 2.29   | 2.3    | 2.31   | 2.31   | 2.31   |
| 一般准备/风险加权资(%)        | 1.82   | 1.81   | 1.83   | 1.84   | 1.85   |
| 不良贷款生成率(%)           | 0.77   | 0.64   | 0.64   | 0.64   | 0.64   |
| 不良贷款核销率(%)           | (0.61) | (0.54) | (0.53) | (0.54) | (0.53) |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(人民币 十亿元)**

| 年结日: 12月31日            | 2016      | 2017      | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|------------------------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| <b>经营管理(%)</b>         |           |           |          |          |          |
| 贷款增长率                  | 10.2      | 8.6       | 9.0      | 9.0      | 9.0      |
| 生息资产增长率                | 17.6      | 7.1       | 8.3      | 8.5      | 8.5      |
| 总资产增长率                 | 17.4      | 7.6       | 8.3      | 8.5      | 8.5      |
| 存款增长率                  | 10.4      | (2.3)     | 3.0      | 4.0      | 4.0      |
| 付息负债增长率                | 17.6      | 1.2       | 7.2      | 8.1      | 8.4      |
| 净利息收入增长率               | (6.5)     | (5.6)     | 9.8      | 8.4      | 8.5      |
| 手续费及佣金净收入增             | 5.0       | 10.2      | 6.0      | 6.0      | 6.0      |
| 营业收入增长率                | (2.6)     | (2.4)     | 8.4      | 7.5      | 7.6      |
| 拨备前利润增长率               | 1.2       | (1.4)     | 10.1     | 7.4      | 7.5      |
| 税前利润增长率                | 0.1       | (3.3)     | 10.3     | 6.9      | 8.1      |
| 净利润增长率                 | 1.0       | 4.5       | 5.3      | 6.9      | 8.1      |
| 非息收入占比                 | 20.2      | 22.9      | 22.4     | 22.0     | 21.7     |
| 成本收入比                  | 33.2      | 34.0      | 33.0     | 33.0     | 33.0     |
| 信贷成本                   | 0.8       | 0.7       | 0.7      | 0.7      | 0.7      |
| 所得税率                   | 21.4      | 15.1      | 19.0     | 19.0     | 19.0     |
| <b>盈利能力(%)</b>         |           |           |          |          |          |
| NIM                    | 1.88      | 1.58      | 1.61     | 1.61     | 1.61     |
| 拨备前 ROAA               | 1.50      | 1.32      | 1.34     | 1.33     | 1.32     |
| 拨备前 ROAE               | 20.0      | 17.6      | 18.1     | 18.1     | 18.1     |
| ROAA                   | 0.86      | 0.81      | 0.79     | 0.77     | 0.77     |
| ROAE                   | 12.3      | 11.9      | 11.6     | 11.4     | 11.4     |
| <b>流动性(%)</b>          |           |           |          |          |          |
| 分红率                    | 29.8      | 30.20     | 30.20    | 30.20    | 30.20    |
| 贷存比                    | 81.3      | 90.40     | 95.66    | 100.26   | 105.08   |
| 贷款/总资产                 | 48.8      | 49.31     | 49.61    | 49.85    | 50.07    |
| 债券投资/总资产               | 28.0      | 28.35     | 28.52    | 28.66    | 28.79    |
| 银行同业/总资产               | 8.5       | 8.66      | 8.71     | 8.75     | 8.79     |
| <b>资本状况</b>            |           |           |          |          |          |
| 核心一级资本充足率 <sup>2</sup> | 11.00     | 10.79     | 10.81    | 10.79    | 10.77    |
| 资本充足率                  | 14.02     | 14.00     | 13.76    | 13.52    | 13.29    |
| 加权风险资产-一般法             | 5,164,827 | 5,646,313 | 6,117,44 | 6,636,20 | 7,200,80 |
| % RWA/总资产(%)           | 61.5      | 62.5      | 62.5     | 62.5     | 62.5     |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；  
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371