

银行业

陈水祥 CFA

0755-82026827

chenshuixiang@cjis.cn

交通银行 601328

推荐

成长中的综合经营大行

6-12 个月目标价：5.8-6.5 元

当前股价：5.66 元

评级调整：首次

基本数据

上证综指：2221.08

总股本(百万)：48,994.38

流通股本(百万)：15954.9

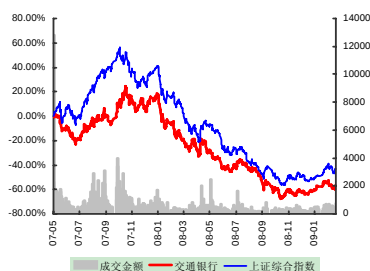
流通市值(亿)：902.77

EPS (TTM)：0.59

BVPS(0809)：2.8

股价表现

(%)	1M	3M	6M
股票价格	3.10	15.78	-15.35
上政综指	10.41	10.97	0.85



投资要点：

- **具备中型银行成长特征的大型银行。**交行的规模位居四大国有商业银行之后列第五，规模是招行的 1.8 倍，但是其 05-07 年的复合增长率 (CAGR) 堪比中型银行，与招行接近。
- **资产配置稳健，但高风险行业贷款占比高，因此对经济下行的敏感度也相对较高。**从交行的生息资产结构看，贷款的占比与国有大银行接近，资产配置相对稳健。公司类贷款中制造业、房地产、商贸、建筑四个高风险行业贷款占比为 48%，其对经济的敏感度也相对较高。
- **业务转型尚需时日。**从目前交行的业务构成看，以息差收入为主，且公司业务处于全面的优势地位，财富管理业务相比同业并没有优势，在整个资本市场热度降低的背景下，其战略转型工作任重而道远。
- **净利差表现平稳，风险加权资产收益率有优势。**交行三季度的净利差达到 3.04%，相比一季度有所上升，在行业利差处于缩窄的背景中，其利差表现平稳；交行的风险加权资产收益率在行业中处于领先地位。
- **关注类与不良贷款占比低于其他大银行。**经济下行风险中，面临损失风险较大的是关注类与不良贷款，交行这两类贷款的占比低于其他三家上市的大银行，但是其拨备覆盖率较低，预计 08 年 4 季度会加大计提拨备的力度。
- **综合经营先行一步。**交行的综合经营在行业内起步早，目前其拥有信托、基金、金融租赁以及香港证券与保险牌照，综合平台构建较完善。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测其 08、09、10 年的 EPS 分别为 0.57 元、0.52 元、0.59 元，其目前的估值低于 A 股上市银行的平均值，估值具备一定的安全边际，因此我们给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**经济与房地产市场大幅下滑导致贷款质量下降超预期，内外资股东减持可能影响公司 A 股市场表现。

主要指标：

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	62,210	78,478	80,130	90,209
同比增长	43.56%	26.15%	2.11%	12.58%
净利润(百万元)	20,641	28,007	25,816	28,845
同比增长	60.76%	35.69%	-7.82%	11.73%
净利差	2.96%	2.83%	2.51%	2.51%
ROAA	1.08%	1.19%	0.93%	0.91%
每股收益(元)	0.42	0.57	0.52	0.59
市盈率 (PE)	13.5	9.9	10.8	9.6
市净率 (PB)	2.2	1.9	1.7	1.5
PEG	0.6	0.4	0.5	0.4

资料来源：公司数据，中投证券研究所

目录

1、基本情况：成长型的大型银行	4
1.1 规模网点仅次于四大行，增速接近中型银行	4
1.2 财政部为控股股东，汇丰银行为第二大股东	6
1.3 资本充足率较高，目前融资需求相对较低	7
2、公司业务为主，转型尚需时日	8
3、资产配置稳健，但风险高行业贷款占比高	10
4、利差表现尚可，且相对平稳	11
5、关注类与不良贷款占比低于其他大银行	13
6、风险加权资产收益率具备优势	14
7、综合经营先行一步	16
8、盈利预测假设与结果	17
8.1 主要盈利预测假设	17
8.2 盈利预测结果	18
9、估值与投资评级	19
9.1 相对估值	19
9.2 绝对估值	22
9.3 投资建议	23
10、风险提示	23
附：中投证券 1 月份交行的调研会议记录	23

图表目录

图 1：主要商业银行总资产、贷款、存款规模（百万元）	4
图 2：交行资产规模居商业银行第五（百万元）	4
图 3：交行贷款规模居四大行之后（200806）	4
图 4：交行存款规模居四大行之后（200806）	4
图 5：交行的网点资源优于中小型银行	5
图 6：交行网均资产高于工、中、建三大行	5
图 7：交行的人均资产高于工、中、建三大行	5
图 8：2005—2007 CAGR 高于大银行，接近中型银行	5
图 9：交通银行的股本结构（亿股，200902）	6
图 10：资本充足，暂无融资需求	7
图 11：交行公司存款占比高于三大行（200806）	8
图 12：交行公司类贷款占比超过 80%（200806）	8
图 13：交行的贷款占生息资产比重与建行、中行接近，较稳健（200806）	10
图 14：制造业、房地产开发、零售商贸等高风险行业贷款占比较高	10
图 15：交行的净利差处于行业的中游位置	11
图 16：交行的贷款平均收益率高于工行、建行与中行	11
图 17：交行的存款成本高于建行与招行及浦发	12
图 18：交行的存款成本高于建行与招行的原因是活期存款占比较低	12
图 19：关注类与不良贷款占总贷款比重低于三大行，但是高于中型银行（除华夏）	13
图 20：拨备覆盖率处于行业较低的水平	14
图 21：交行的 ROE 处于行业中游水平	14

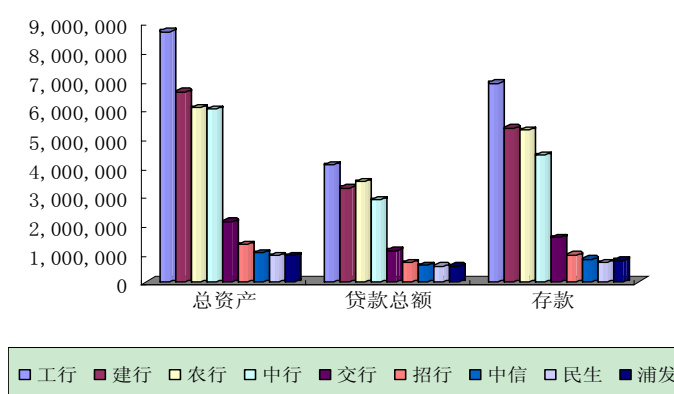
图 22: 交行的 ROAA 处于行业中游水平	15
图 23: 交行的风险加权资产收益率处于行业较高的位置	15
图 23: 交行的综合经营结构图	16
图 24: ROE-PB(2007)回归分析	19
图 25: ROE-PB(2008)回归分析	19
图 26: 01-06 年美国上市 PE 估值中枢 11X -15X	20
图 27: 01-06 年美国上市银行 PB 中枢 2X 上下	20
图 28: 美国上市银行 02—06 年净利润复合增长率 4.35%	20
表 1: 交行的前十大股东情况（财政部为第一大股东）（2008 年 3 季度）	7
表 2: 交通银行 2008 年 137 亿 A 股解禁	7
表 3: 交通银行 2008/2007 前三季度手续费及佣金收入细分	9
表 4: 2008 年前三季度利差表现平稳	13
表 6: 盈利预测假设	17
表 6: 资产负债表	18
表 7: 损益表	18
表 8: A 股上市银行估值情况分析	21
表 9: DDM 盈利预测	22

1、基本情况：成长型的大型银行

1.1 规模网点仅次于四大行，增速接近中型银行

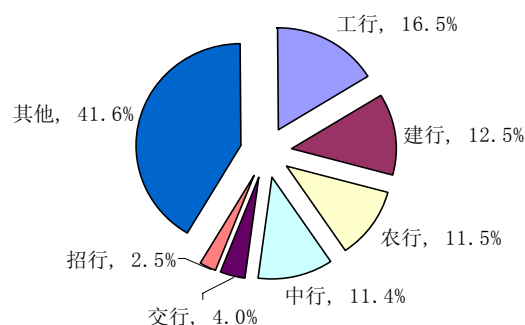
在人民币银行的分类当中，交通银行亦属于国有银行，但是其规模远小于其他四大国有银行，大约是四大行的三分之一左右，从总资产、贷款、存款规模占整个银行业的份额在 4% 左右，但是相对其他银行来说，其规模亦属于大型银行。

图 1：主要商业银行总资产、贷款、存款规模（百万元）



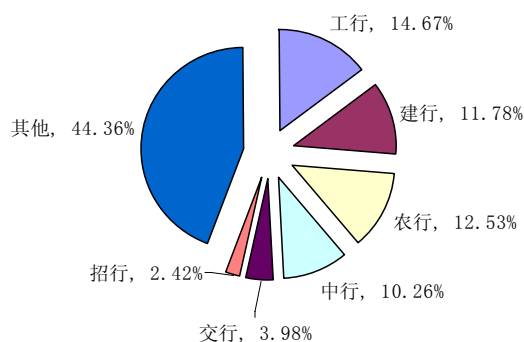
资料来源：公司数据 中投证券研究所

图 2：交行资产规模居商业银行第五（百万元）



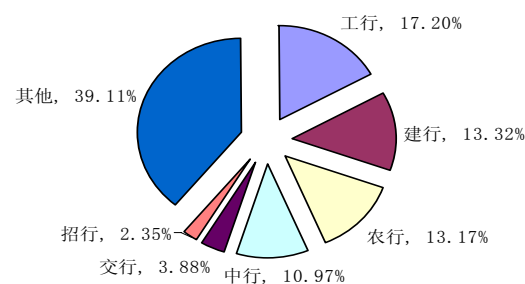
资料来源：中国人民银行 公司数据 中投证券研究所

图 3：交行贷款规模居四大行之后（200806）



数据来源：中国人民银行 公司数据 中投证券研究所

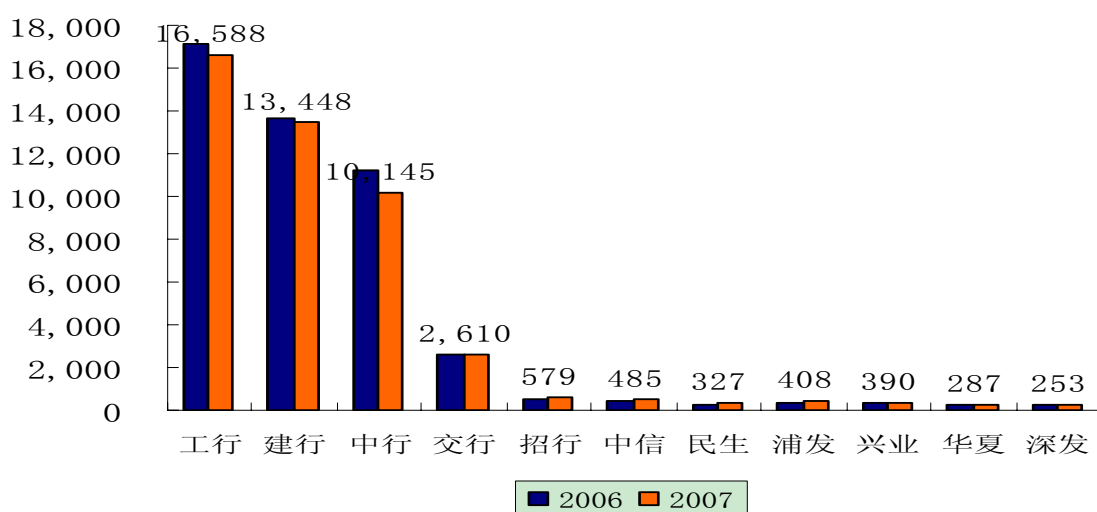
图 4：交行存款规模居四大行之后（200806）



数据来源：中国人民银行 公司数据 中投证券研究所

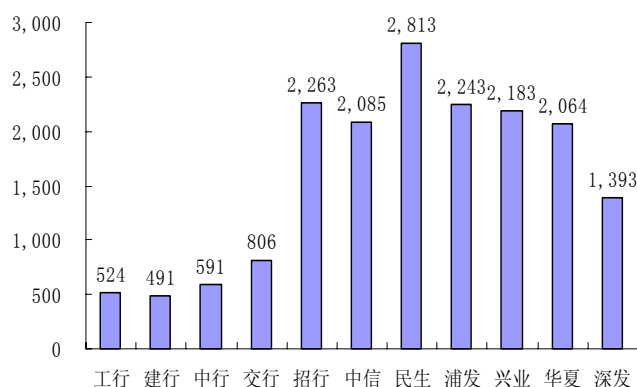
截至 2007 年底，交行在全国的网点数量达到 2610 个，而工、中、建三大行都超过 10000 个，而中小型银行中，网点最多的是招商银行（579）。我们认为在零售业务的发展上看，网点上的优势有助于理财产品、基金代销、保险代理等中间业务的开展，因此交行在这方面相对优于其他中小型银行。由于网点的原因，交行的员工数量也大大高于其他中小型银行，其网均以及人均指标相对弱于中小型银行。

图 5：交行的网点资源优于中小型银行



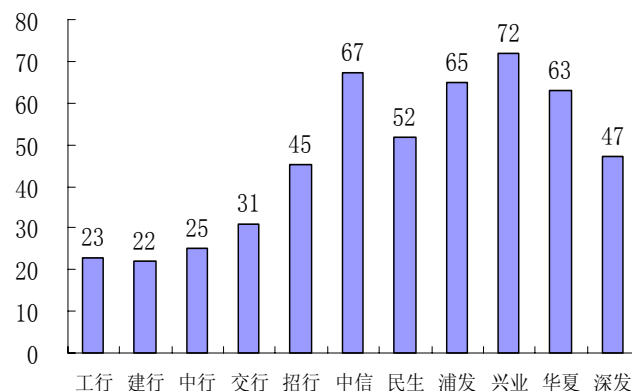
资料来源：公司数据

图 6：交行网均资产高于工、中、建三大行



资料来源：公司数据

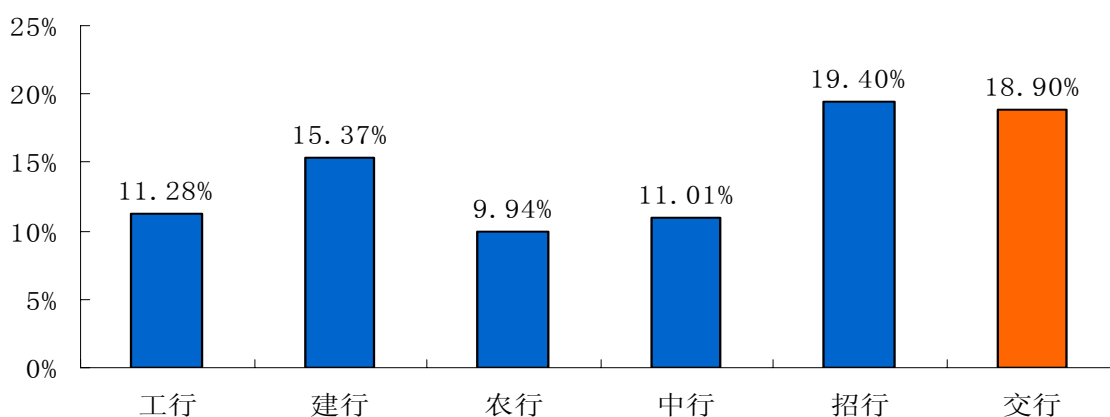
图 7：交行的人均资产高于工、中、建三大行



资料来源：公司数据

虽然交通银行在规模上属于大型银行，但是从历史的成长性角度来讲，其 2005 - 2007 年的增长速度达到 18.90%，高于四大国有银行，甚至接近于类似招行这样的中型银行。

图 8：2005—2007 CAGR 高于大银行，接近中型银行



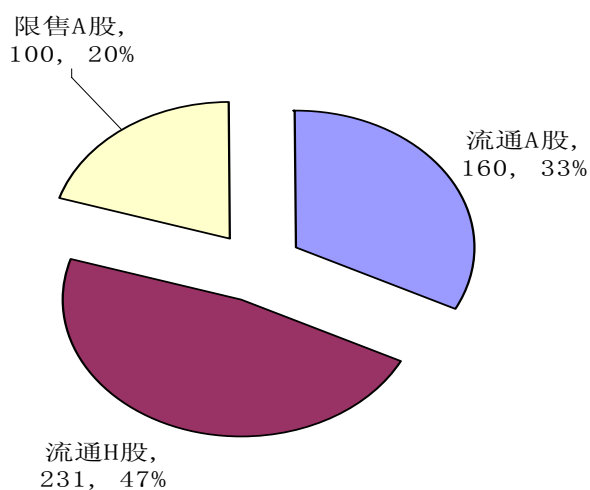
资料来源：公司数据 中国人民银行

1.2 财政部为控股股东，汇丰银行为第二大股东

交通银行在 1987 年成为第一家全国性股份制银行，并于 2005 年 6 月在香港联合交易所主板上市，是第一家在香港上市的国内商业银行。2007 年 5 月在上海交易所上市。

2008 年 3 月，交通银行将中央汇金投资有限责任公司持有的 30 亿股 H 股无偿划转给中国财政部持有。之前，财政部持有交行 99.75 亿股股份（占 20.36%），而划转之后将达到 129.75 亿股，持股比例将增至 26.483%。

图 9：交通银行的股本结构（亿股，200902）



资料来源：万德资讯 公司数据

表 1: 交行的前十大股东情况 (财政部为第一大股东) (2008 年 3 季度)

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
中华人民共和国财政部	12,974,982,648	26.48	限售流通 A 股, H 股流通股
香港中央结算(代理人)有限公司	10,772,327,236	21.99	H 股流通股
香港上海汇丰银行有限公司	9,115,002,580	18.6	H 股流通股
首都机场集团公司	985,447,500	2.01	A 股流通股
国网资产管理有限公司	451,445,193	0.92	A 股流通股
上海烟草(集团)公司	378,328,046	0.77	A 股流通股
云南红塔集团有限公司	346,787,979	0.71	A 股流通股
中国石化财务有限责任公司	304,320,800	0.62	A 股流通股
华能资本服务有限公司	268,501,276	0.55	限售流通 A 股, A 股流通股
大庆石油管理局	233,151,118	0.48	A 股流通股
合 计	35,830,294,376	73.13	

资料来源: 万德资讯 公司数据

注: 根据公司三季度报告, 汇丰银行及其子公司实际总共持有交行 H 股 93.81 亿股, 持股比例为 19.15%

表 2: 交通银行 2008 年 137 亿 A 股解禁

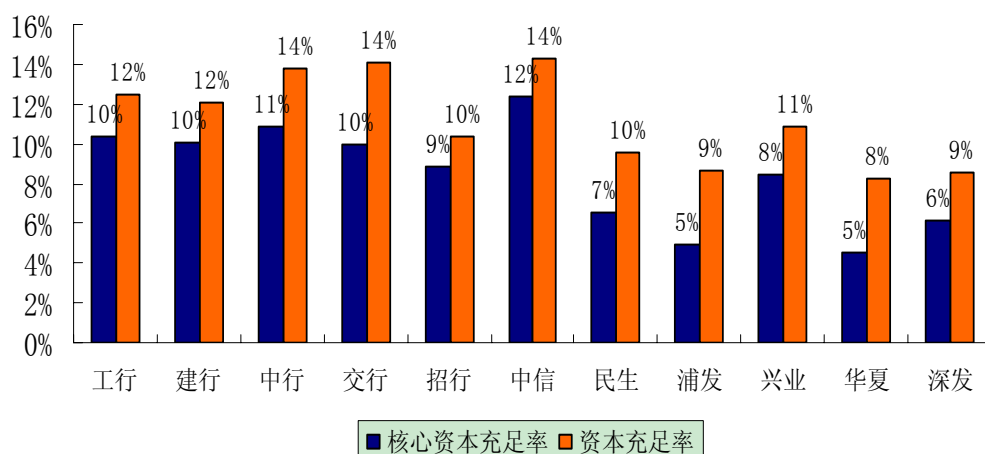
解禁股份数量(股)	占已流通数量比例(%)	占总股本比例(%)	上市股份类型	上市日期
9,974,982,648	64.45	20.36	首发原股东限售股份	2010-5-17
478,552,573	3.09	0.98	首发战略配售股份	2008-11-15
13,243,135,005	85.57	27.03	首发原股东限售股份, 首发战略配售股份	2008-5-16
638,071,341	28.57	1.3	首发机构配售股份	2007-8-16
1,595,171,000	100	3.26	首发一般股份	2007-5-15

资料来源: 万德资讯 公司数据

1.3 资本充足率较高, 目前融资需求相对较低

交通银行的核心资本率在 2008 年 6 月达到 10%, 在行业中处于相对较高的位置, 而资本充足率为 14%, 与中行、中信银行持平, 处于行业的最高位置, 因此我们认为, 如果没有重大的并购事项, 交通银行的融资需求相对较低, 因此相对来说, 盈利的稀释可能性亦较低, 可通过内生的增长来维持规模的增长对资本金的需求。

图 10: 资本充足, 暂无融资需求



资料来源：公司数据

2、公司业务为主，转型尚需时日

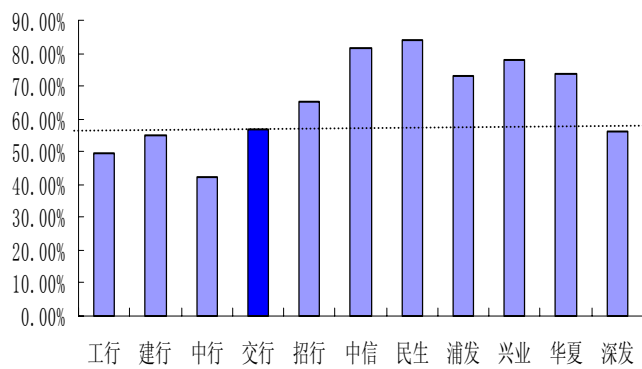
交通银行在 2007 年提出了“打造中国最佳财富管理银行”的战略构想，充分利用自身网点主要集中于国内大中型公司和中高端个人客户聚集程度最高的经济发达地区和富裕城市的优势，大力推动网点改造，使得资源能够更集中服务于财富管理。需要指出的是，交通银行的最佳财富管理银行是包括对公的财富管理，这个与一般的对私财富管理所包含的内容更加丰富。交通银行目前新的提法是：通过综合化、国际化走财富管理银行的道路。

从各个业务板块占比看，交行是仍旧是一家以对公业务为主、息差为主要收入来源的商业银行。其中公司存款在 2008 年 6 月占比达到 56.86%，而贷款占比达到 83.44%，该比例远高于四大国有银行，该比例与中信、浦发、华夏等以公司业务为特色的商业银行相差无几。因此交行向零售银行的转型仍旧需要时间。

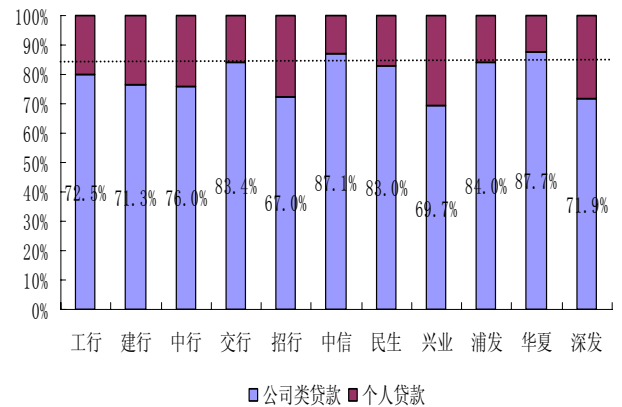
从中间业务收入占比的情况看，交行 2008 年半年报披露的中间业务占其总营业收入的比重是 12.37%，该比例高于除招行之外的其他中小型银行，低于工、中、建三大行，交行的中间业务收入高于中小型银行与其相对占据优势的网点资源有直接的联系。

图 11：交行公司存款占比高于三大行（200806）

图 12：交行公司类贷款占比超过 80%（200806）



资料来源：公司数据



资料来源：公司数据

从手续费及佣金收入的细分项看，交行以支付结算与代理以及银行卡收入为主，这两项分别占 20% 以上，其他基金管理、托管、基金销售、咨询等各占 10% 左右，其中基金销售手续费与资本市场的热度密切相关，在 08 年前三季度为 7.73 亿元，而 07 年的同期为 17.76 亿元。而咨询业务从 07 年的 2.24 亿元上升到 08 年前三季度的 7.55 亿元，我们认为与 08 年上半年严格的贷款规模管理 有一定的联系，有部分利息收入转化为咨询收入。

表 3：交通银行 2008/2007 前三季度手续费及佣金收入细分

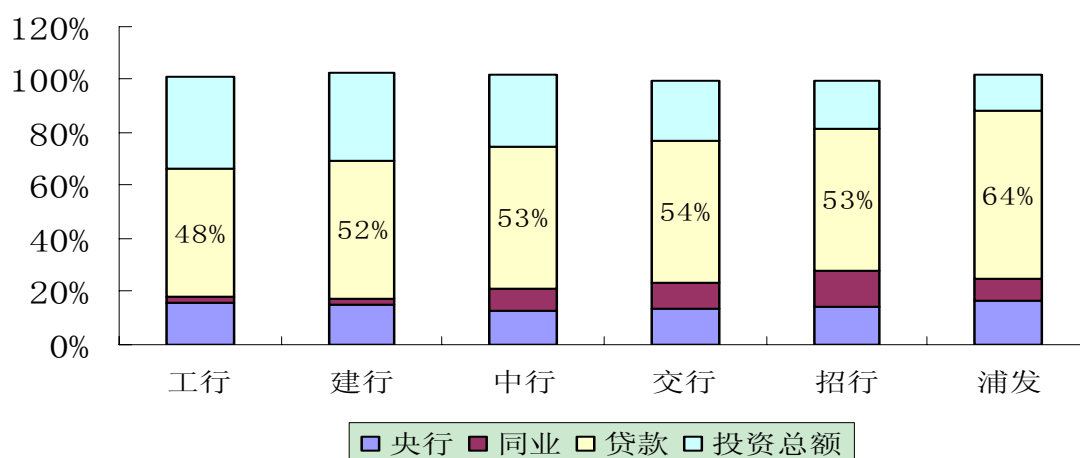
	200809			200709	
	金额	占比	YOY	金额	占比
支付结算与代理	1590	20.83%	43.89%	1105	18.49%
银行卡	1951	25.56%	35.02%	1445	24.18%
担保与承诺	731	9.58%	135.05%	311	5.20%
基金管理费	468	6.13%	16.13%	403	6.74%
托管	500	6.55%	56.74%	319	5.34%
基金销售	773	10.13%	-56.48%	1776	29.71%
咨询	755	9.89%	237.05%	224	3.75%
其他	865	11.33%	119.54%	394	6.59%
	7633	100.00%	27.71%	5977	100.00%

资料来源：公司数据

3、资产配置稳健，但风险高行业贷款占比高

从资产配置的角度看，交通银行还是相当稳健的。截至 2008 年 6 月，交行的资产结构中，贷款占生息资产的比例为 53.52%，稍高于三大行以及招行，但是大幅低于类似浦发这样的中型银行。大银行的这种资产配置有一定的历史原因，监管部门对这些大银行的贷款规模管理相对来说更加严格的控制，因此一般来说，大银行的增速相对低于中小银行。

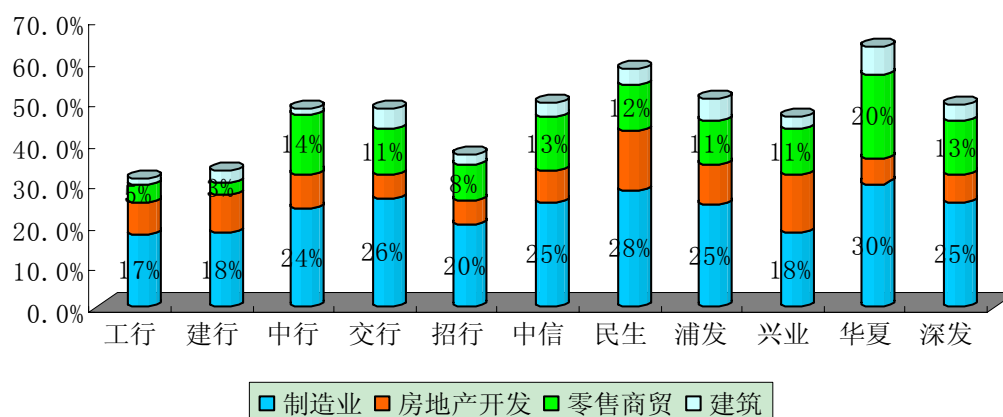
图 13: 交行的贷款占生息资产比重与建行、中行接近，较稳健（200806）



资料来源：公司数据

一般来说，制造业、房地产开发、建筑以及零售商贸类贷款的不良率较高，因此在经济下行周期中，这些行业的贷款对宏观经济的敏感度也相对更高。从公司贷款的行业占比看，交行在这些行业的贷款的比例相对还是比较高的，制造业贷款的比例占比为 26%，仅低于民生以及华夏。因此从这个方面看，交行公司贷款的敏感性还是比较高的。

图 14: 制造业、房地产开发、零售商贸等高风险行业贷款占比较高



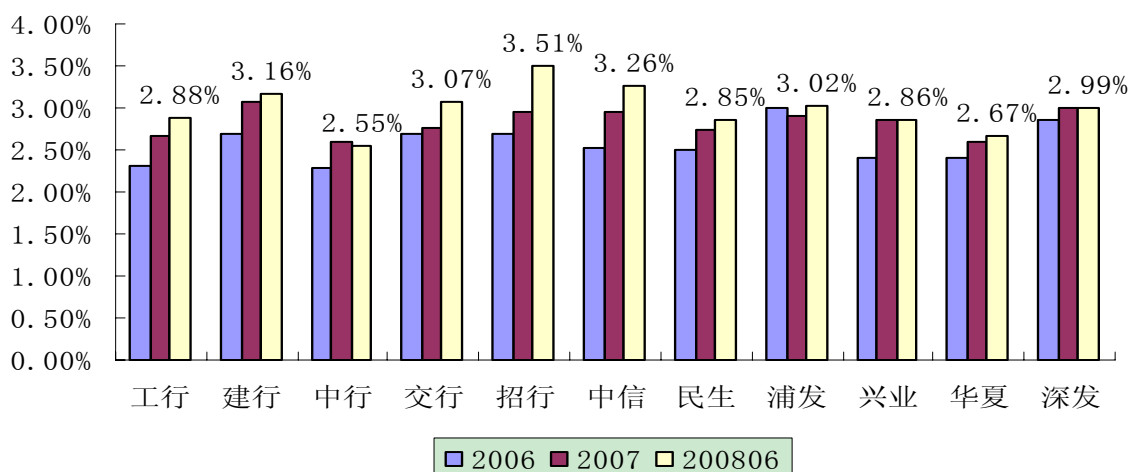
资料来源：公司数据

4、利差表现尚可，且相对平稳

从利差情况看，利差的表现与生息资产配置以及付息负债的组成有直接联系。一般来说，贷款的收益率高于债券、同业资产以及央行存款，从细化看，就得看各项资产的各自的收益率高低；负债方面，活期存款利率低于定期存款。因此，贷款配置比例较高的银行，其资产收益率也相对高。而活期存款比例高的银行，其负债的成本亦相对更低。我们主要从上述几方面来分析交行的利差。

交行的净利差水平在上市银行中处于相对较高的位置，08 年半年报披露的日均利差是 3.07%，大型银行中仅次于建行，在中型银行中也仅小于招行、中信。而交行的生息资产配置结构中，交行的贷款占比并不占优。

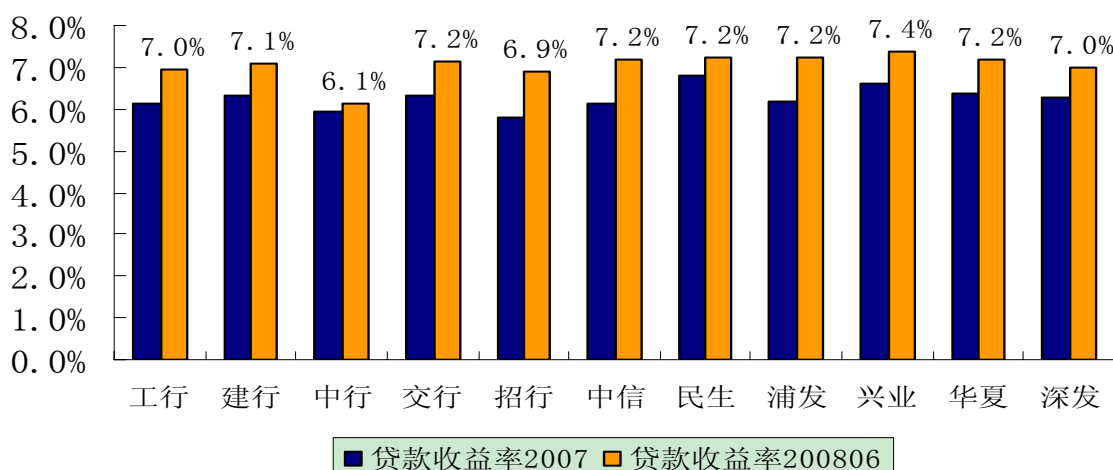
图 15：交行的净利差处于行业的中游位置



资料来源：公司数据

交行的贷款收益率达到 7.2%，在所有上市银行中与中信、民生、浦发、兴业等风险偏好相对较高的银行相一致。我们认为交行贷款收益率高与其风险相对较高行业的贷款占比高有一定关系。

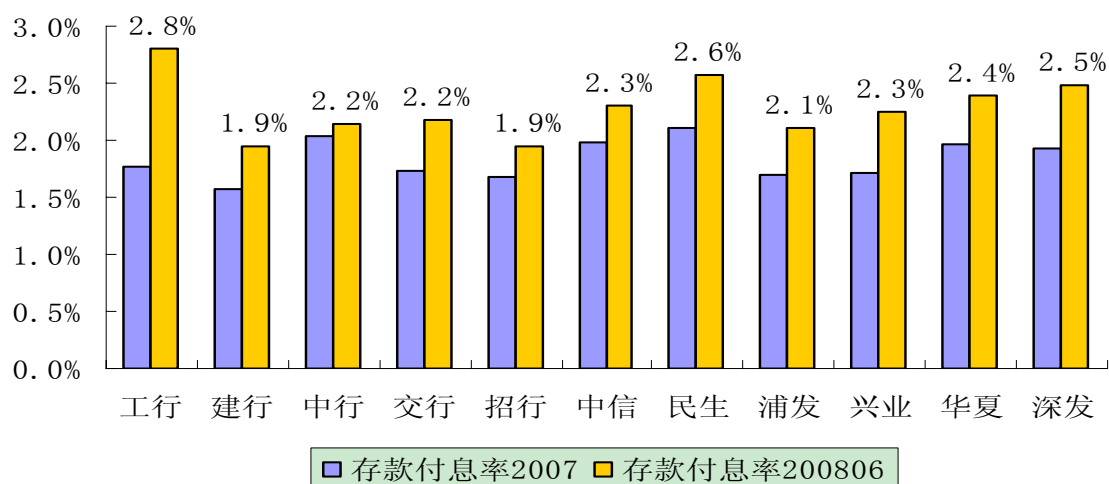
图 16：交行的贷款平均收益率高于工行、建行与中行



资料来源：公司数据

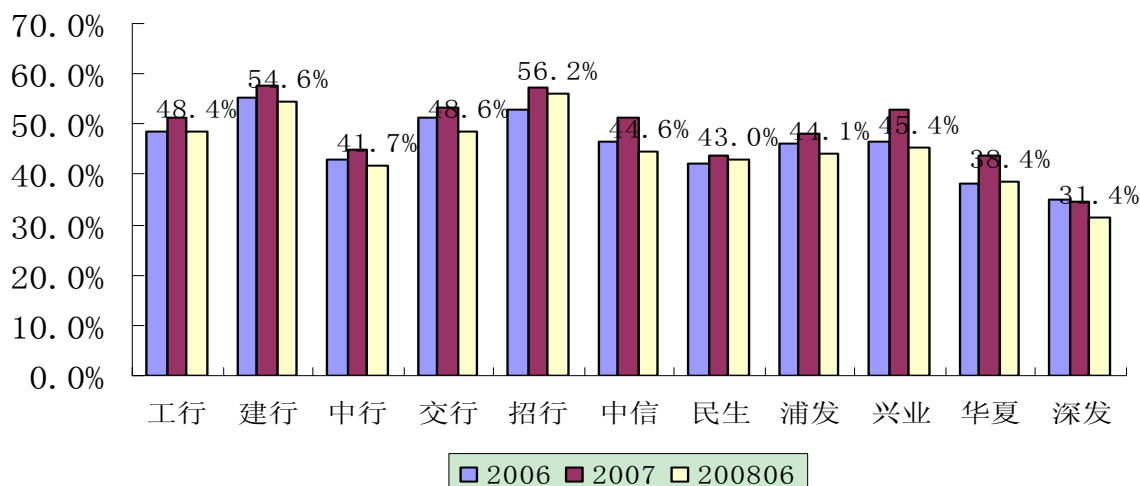
交行的存款成本高于建行、招行、浦发，但是低于其他银行。一般来说，存款成本与活期存款所占比例成反比。截至 08 年 6 月，交行的活期存款占比为 48.6%，而招行与建行均在 50%，因此交行的存款高于这两家银行。

图 17: 交行的存款成本高于建行与招行及浦发



资料来源：公司数据

图 18: 交行的存款成本高于建行与招行的原因是活期存款占比较低



资料来源：公司数据

交行的前三季度的利差表现平稳，由于 07 年加息效应在 08 年逐季开始显现，因此其存款成本在 08 年前三个季度逐季上升，虽然贷款的收益也是上升，但是贷款的重定价主要集中在 1-2 季度，因此三季度贷款收益率上升的幅度没有存款上升的幅度大，因此其净利差有所下降。

表 4：2008 年前三季度利差表现平稳

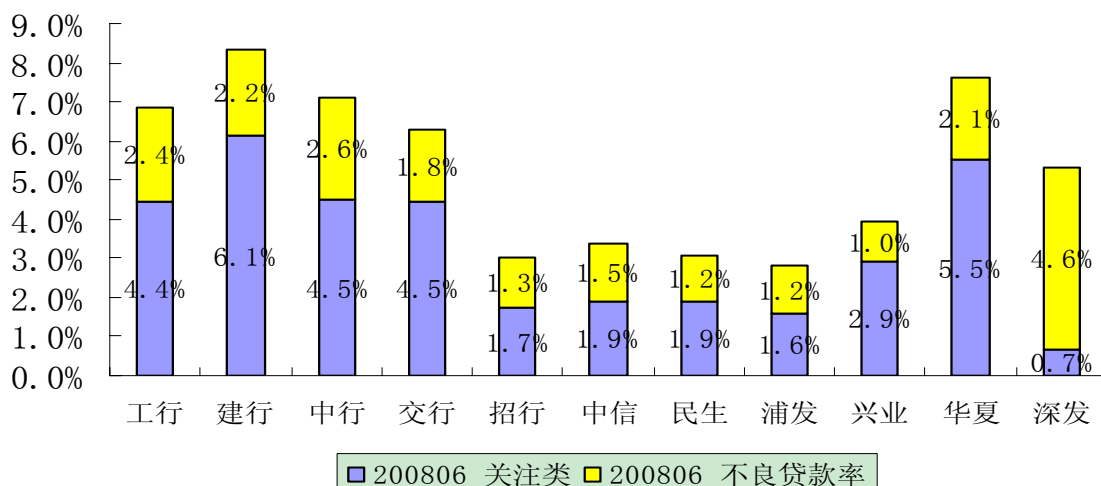
	2008Q3	2008Q6	2008Q9
生息资产平均收益率	5.21%	5.34%	5.46%
付息负债平均成本率	2.18%	2.27%	2.42%
净利差 (spread)	3.03%	3.07%	3.04%

资料来源：公司数据

5、关注类与不良贷款占比低于其他大银行

08 年 6 月交行的不良贷款率为 1.8%，关注类贷款占比为 4.5%，两者之和为 6.3%，该比例小于三大行，但是高于除华夏之外的中型银行，而关注类贷款在经济下行周期中贷款分类向下迁徙的可能性更大。

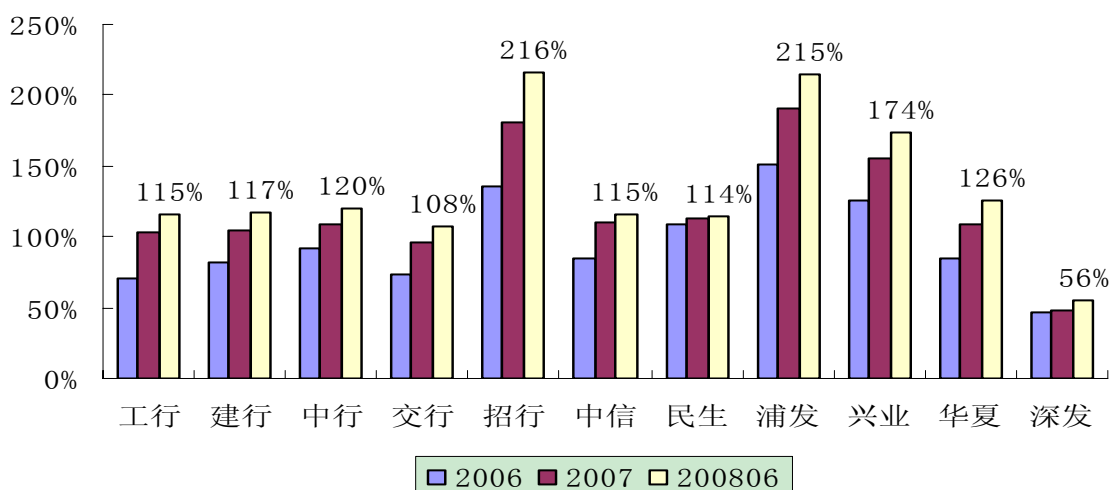
图 19：关注类与不良贷款占总贷款比重低于三大行，但是高于中型银行（除华夏）



资料来源：公司数据

交行 08 年 6 月拨备覆盖率为 108%，仅高于拨备覆盖率长期不足的深发展，我们认为交行在 08 年四季度会提高拨备以平滑 08-09 年的业绩增长水平。

图 20：拨备覆盖率处于行业较低的水平

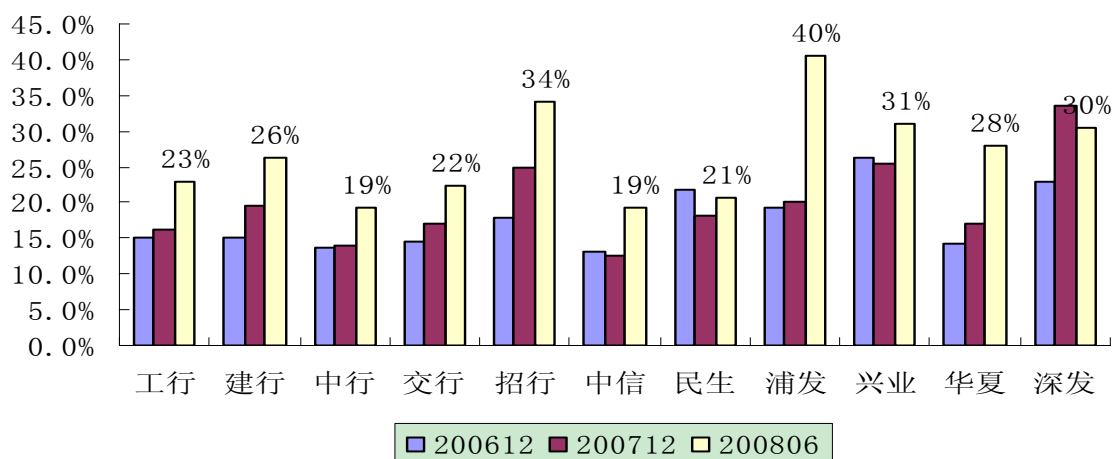


资料来源：公司数据

6、风险加权资产收益率具备优势

交行 08 年半年报披露平均净资产收益率为 22.26%，在行业处于中游的位置。由于 ROE 与银行的杠杆比例即核心资本充足率有直接联系，因此考察银行的盈利经常综合考察总资产收益率以及经风险折算的总资产收益率情况。

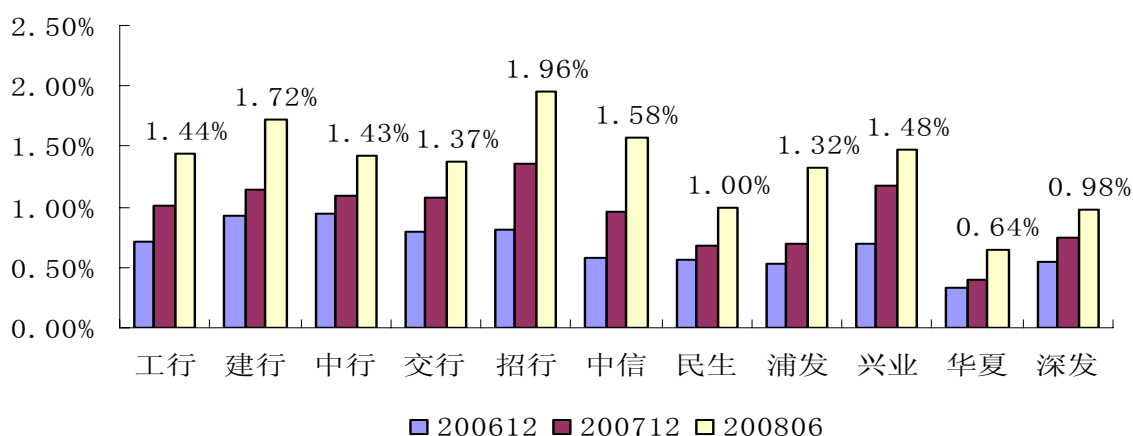
图 21：交行的 ROE 处于行业中游水平



资料来源：公司数据

交行 2008 年 6 月的 ROAA(平均总资产收益率)为 1.37%，高于中型银行中的民生、浦发、华夏、深发，但是低于工、中、建三大行，盈利能力尚差强人意。

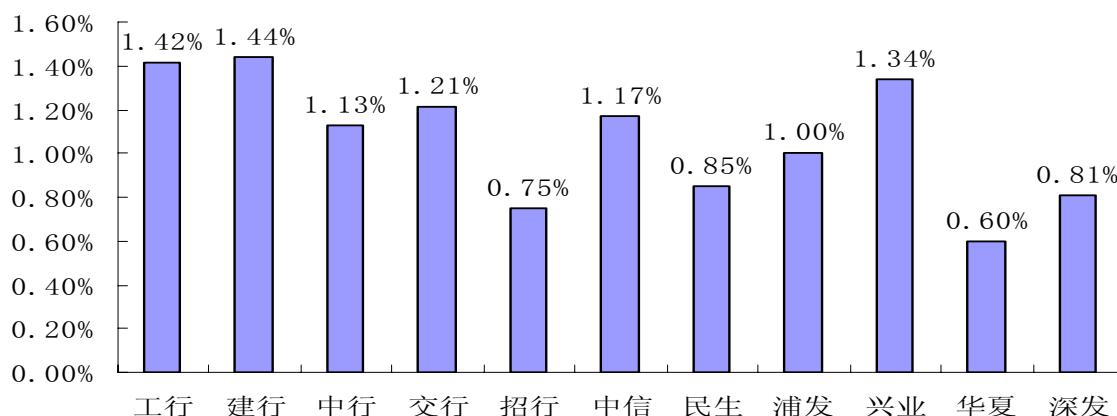
图 22：交行的 ROAA 处于行业中游水平



资料来源：公司数据

交行 2008 年半年报披露的风险加权资产收益率为 1.21%，在大中型银行中仅低于工行、建行与兴业银行，这与其稳健的资产配置结构有关系。

图 23：交行的风险加权资产收益率处于行业较高的位置

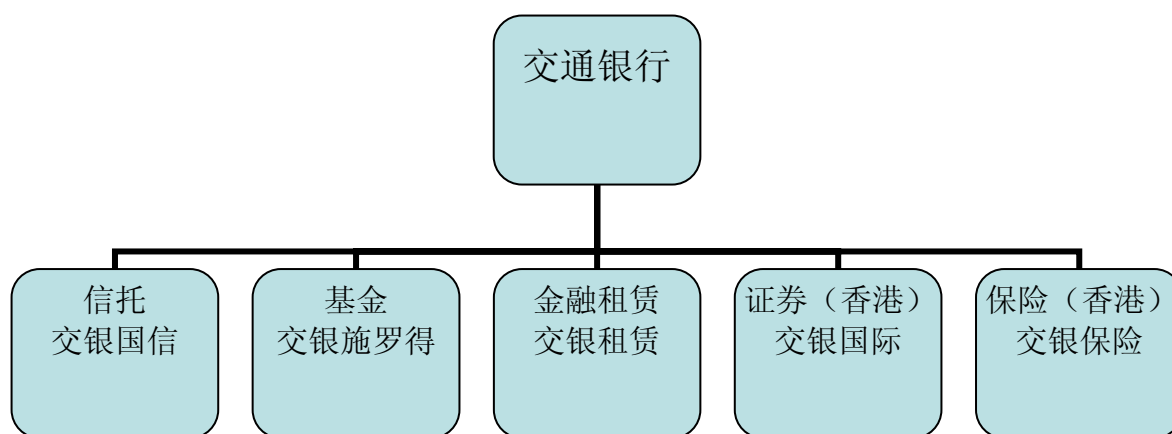


资料来源：公司数据

7、综合经营先行一步

作为最早上市的国有大型银行，交行的综合经营步伐在银行业亦处于领先地位。目前国内已经拥有信托、基金、金融租赁牌照，在香港拥有证券与保险的牌照：

图 24：交行的综合经营结构图



资料来源：公司数据

8、盈利预测假设与结果

8.1 主要盈利预测假设

表 5: 盈利预测假设

	2007	2008E	2009E	2010E
规模增长假设				
贷款增长率	19.34%	17.49%	18.26%	14.28%
存款增长率	22.00%	18.00%	18.00%	16.00%
生息资产增长率	21.99%	18.56%	15.06%	11.82%
固定资产与无形资产增长率	17.83%	10.00%	10.00%	10.00%
资产负债配置假设				
贷款占生息资产比重	54.85%	53.55%	55.07%	56.28%
债券投资占生息资产比重	24.65%	20.58%	22.70%	24.57%
同业往来占生息资产比重	7.97%	9.86%	10.23%	9.15%
存放央行款项占客户存款比重	15.90%			
法定存款准备金率	14.50%	16.00%	12.00%	10.00%
超额储备率（仅包括存放央行款项）	1.40%	1.00%	1.00%	1.00%
应付同业往来占存款比重	21.23%	21.47%	20.20%	17.94%
其他资产与生息资产比例	4.65%	6.00%	6.00%	6.00%
其他负债与付息负债比例	2.33%	2.33%	2.00%	2.00%
收益率假设				
生息资产收益率	5.02%	5.26%	4.74%	4.73%
生息资产收益率（按日平均余额）	4.73%			
贷款收益率	6.44%	6.79%	5.82%	5.63%
公司类贷款收益率	6.54%	6.95%	5.90%	5.70%
票据贴现收益率	2.61%	4.00%	3.00%	3.00%
个人贷款收益率	6.05%	6.41%	5.80%	5.60%
付息负债成本率	2.06%	2.42%	2.20%	2.15%
付息负债成本率（按日平均余额）	1.77%			
存款成本率	1.81%	2.09%	1.81%	1.81%
存贷利差	4.64%	4.69%	4.01%	3.82%
债券投资收益率	3.66%	4.52%	4.68%	4.78%
同业收益率	3.18%	4.00%	3.40%	3.40%
存放央行收益率	1.40%	1.83%	1.65%	1.64%
净利差（按日平均余额）	2.96%			
净利差（spread）	2.96%	2.83%	2.51%	2.51%
净息差（nim）	2.88%	2.93%	2.55%	2.56%

损益表假设				
手续费及佣金净收入增长率	138%	65%	2%	2%
业务及管理费/营业收入	32.49%	31.27%	31.00%	31.00%
营业税金及附加/营业收入	5.93%	5.93%	5.93%	5.93%
所得税率	33.50%	23.00%	23.00%	23.00%
资产质量假设				
不良贷款率	2.05%	2.07%	2.36%	2.65%
拨备覆盖率	95.63%	120.93%	132.58%	140.30%
贷款核销率	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%

资料来源：公司数据 中投证券研究所

8.2 盈利预测结果

表 6: 资产负债表

单位: Million RMB	2006	200706	2007	200806	2008E	2009E	2010E
现金	9,696	9,649	12,368	9,882	12,647	13,557	14,212
存放中央银行款项	243,525	219,452	247,330	306,866	312,095	281,620	276,421
同业往来款项	118,323	274,112	157,274	228,379	257,174	353,742	395,135
客户贷款及垫款净额	907,285	1,110,901	1,082,758	1,217,878	1,265,182	1,487,359	1,688,974
证券投资	349,091	415,619	486,646	522,272	574,242	666,121	779,362
生息资产总额	1,618,224	2,020,084	1,974,008	2,275,395	2,408,693	2,758,710	3,106,102
固定资产	21,529	21,405	25,368	25,595	27,905	30,695	33,765
其它资产	66,252	81,910	91,882	115,494	143,117	161,530	179,692
总资产	1,715,701	2,133,048	2,103,626	2,426,366	2,593,766	2,968,485	3,340,445
应付央行与同业往来	233,693	281,699	330,352	387,155	512,899	555,316	555,316
客户存款	1,344,548	1,643,151	1,555,809	1,811,113	1,807,673	2,087,304	2,379,527
已发行次级债券	12,000	37,000	37,000	37,000	40,000	28,000	28,000
其他付息负债	8,152	4,533	6,709	5,220			
付息负债总额	1,598,393	1,966,383	1,929,870	2,240,488	2,388,754	2,749,624	3,096,234
其它负债	29,869	45,488	44,959	50,480	55,658	54,992	61,925
总负债	1,628,262	2,011,871	1,974,829	2,290,968	2,444,412	2,804,617	3,158,158
股本	45,804	48,994	48,994	48,894	48,994	48,994	48,994
其他权益	41,576	72,027	79,385	86,061	102,125	121,593	148,399
本行股东占权益总额	87,380	121,021	128,379	134,955	148,937	163,450	181,869
少数股东权益	59	156	418	443	418	418	418
总权益	87,439	121,177	128,797	135,398	149,355	163,868	182,287
总权益和负债	1,715,701	2,133,048	2,103,626	2,426,366	2,593,766	2,968,485	3,340,445

资料来源：公司数据 中投证券研究所

表 7: 损益表

单位: Million RMB	2006	200706	2007	200806	2008E	2009E	2010E
利息收入	64,559	33,103	90,118	56,022	117,723	123,427	139,491

利息支出	24,756	16,218	36,376	23,096	52,127	56,488	62,963
净利息收入	39,803	16,885	53,742	32,926	65,596	66,940	76,529
净手续费及佣金收入	3,021	3,098	7,188	4,653	11,832	12,040	12,331
手续费及佣金收入	3,718	3,629	8,156	5,200	13,445	13,682	14,012
手续费及佣金支出	697	531	968	547	1,613	1,642	1,681
其他非息收入	511	7,199	1,280	29	1,050	1,150	1,350
营业收入	43,335	27,182	62,210	37,608	78,478	80,130	90,209
营业税金及附加	2,564	1,669	3,688	2,384	4,654	4,752	5,349
经营费用	15,548	8,453	20,214	10,747	24,541	24,840	27,965
拨备前利润	25,223	17,060	38,308	24,477	49,283	50,538	56,895
拨备	7,570	2,929	7,458	4,128	13,010	17,111	19,534
营业利润	17,653	14,131	30,850	20,349	36,272	33,427	37,361
营业外收支	205	137	188	-20	100	100	100
所得税	5,018	5,287	10,397	4,736	8,366	7,711	8,616
净利润	12,840	8,981	20,641	15,593	28,007	25,816	28,845
EPS	0.28	0.18	0.42	0.32	0.57	0.52	0.59

资料来源：公司数据 中投证券研究所

9、估值与投资评级

9.1 相对估值

一般来说，市净率指标与 ROE 正相关，我们首先考察国内、香港、美国、韩国、印度主要上市银行的 ROE 与 PB 之间的关系，并作回归分析。

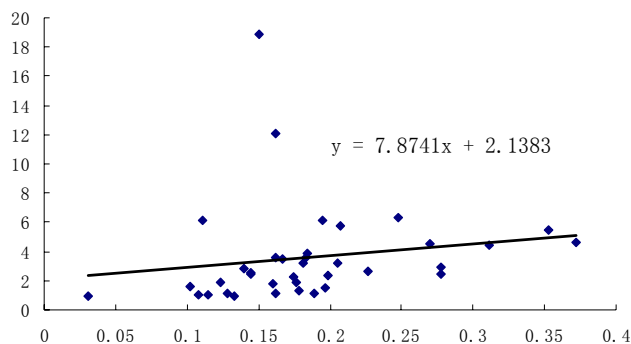
我们的上市银行样本包括 A 股 14 家、H 股 9 家、美国 6 家、韩国 4 家、印度 4 家，共 37 家上市银行，以 07 年的 PB 以及 ROE 为变量，经过回归分析，我们得到 ROE - PB 的公式为：

$$2007PB = 7.8741 \times ROE(2007) + 2.1383$$

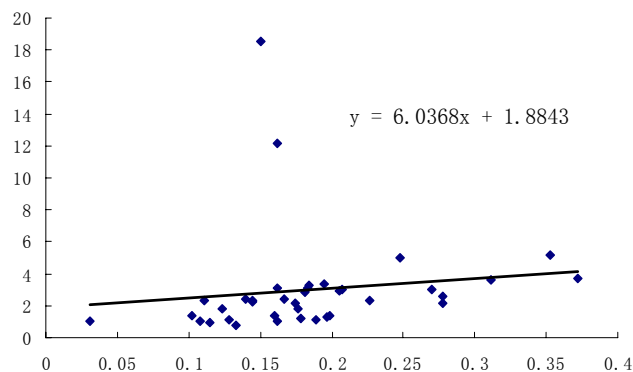
$$2008PB = 6.0368 \times ROE(2007) + 1.8843$$

图 25: ROE-PB(2007)回归分析

图 26: ROE-PB(2008)回归分析



资料来源：彭博资讯 中投证券研究所



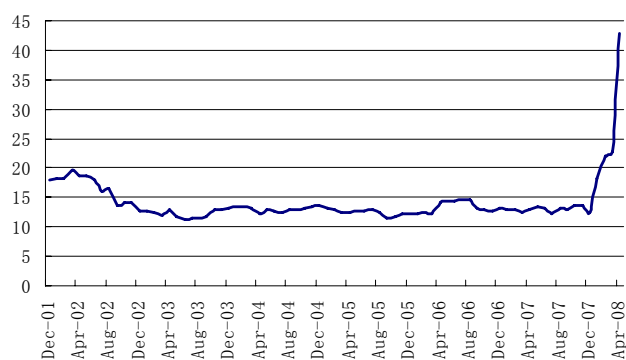
资料来源：彭博资讯 中投证券研究所

由于，我们计算交行的 07 年 PB 为 3.6 倍、08 年动态 PB 为 3.0 倍。相应的股票价格分别为 9.36 元、9.05 元，其对应的 08 年动态 PE 分别为 16.4 倍、16.2 倍。但是需要提醒投资者注意的是，回归模型的样本选取的时间段是国际经济高速增长的阶段，因此该市净率估值水平偏高。

我们再来考察美国银行业 2001 - 2007 年估值水平与净利润增长水平

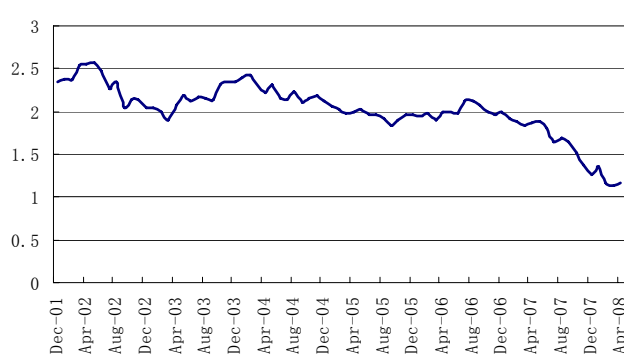
07 年美国银行业发生次债危机，由于提取大量减值准备，各大银行业绩出现大幅下滑，因此 07 年的数据有一定的特殊性，如果剔除 07 年数据，我们可以发现这段时期美国银行业的估值中枢，PE 在 11X-15X 之间，PB 估值中枢在 2X 左右。

图 27: 01-06 年美国上市 PE 估值中枢 11X-15X



资料来源：彭博资讯 中投证券研究所

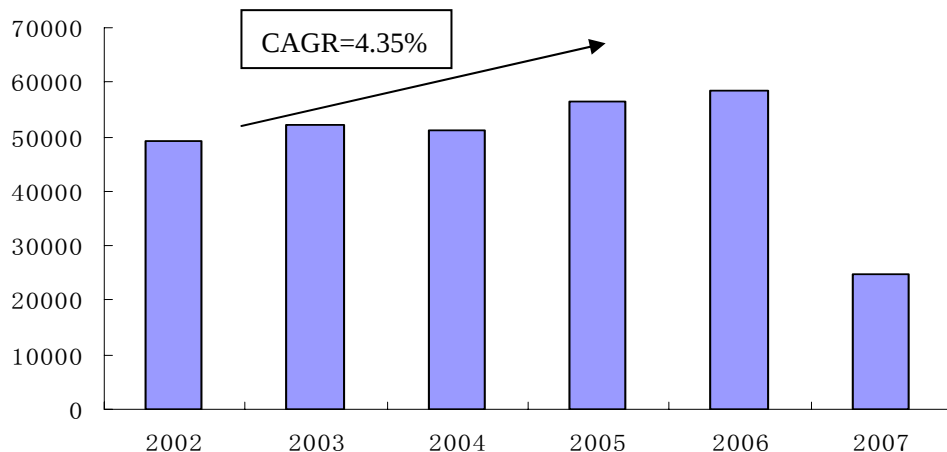
图 28: 01-06 年美国上市银行 PB 中枢 2X 上下



资料来源：彭博资讯 中投证券研究所

我们继续考察美国上市银行在 02 年 - 07 年的净利润增长情况，如果剔除 07 年非正常年份，02 - 06 年美国上市银行的净利润复合增长率为 4.35%。

图 29: 美国上市银行 02-06 年净利润复合增长率 4.35%



资料来源：彭博资讯 中投证券研究所

我们认为美国银行业以 4.35% 的净利润复合增长率获得的估值中枢是 11X - 15X 的 PE 估值，2X 左右的 PB 估值。

从国内 A 股上市银行目前的估值水平看：

表 8：A 股上市银行估值情况分析

重点公司	PE07	PE08E	PE09E	PE10E	PB07	PB08E	PB09E	PB10E
工商银行	16.4	10.9	11.9	10.6	2.1	2.11	1.96	1.78
建设银行	14.3	9.4	9.2	8.2	2.6	2.08	1.85	1.65
中国银行	16.6	12.5	12.6	10.7	2.0	1.84	1.70	1.54
交通银行	13.5	9.3	10.9	9.9	2.1	1.83	1.66	1.49
大型银行平均	15.2	10.5	11.2	9.9	2.2	2.0	1.8	1.6
招商银行	15.2	9.4	10.3	9.2	3.4	2.63	2.22	1.87
中信银行	20.0	12.2	13.6	11.5	2.1	1.85	1.69	1.51
民生银行	14.8	9.4	11.7	10.5	1.9	1.60	1.43	1.27
浦发银行	15.3	9.6	12.7	10.9	3.0	2.25	1.96	1.70
兴业银行	11.2	8.3	9.9	8.6	2.5	1.99	1.75	1.51
华夏银行	20.9	13.4	18.1	15.1	3.4	1.87	1.75	1.60
深发展	15.5	76.5	9.1	8.3	2.7	3.05	2.36	1.88
中型银行平均	16.1	10.4	12.2	10.6	2.7	2.2	1.9	1.6
北京银行	17.6	12.1	12.3	11.1	2.6	2.20	1.96	1.64
南京银行	20.1	15.4	15.6	13.7	2.3	2.16	1.96	1.78
宁波银行	22.3	16.2	18.7	17.0	2.9	2.60	2.47	2.22
小型银行平均	20.0	14.5	15.6	13.9	2.6	2.3	2.1	1.9
所有银行平均	16.7	11.4	12.6	11.1	2.5	2.1	1.9	1.7

资料来源：公司数据 中投证券研究所

注：08 年平均 PE 数据剔除了深发展

从目前 A 股上市银行的估值情况看，08 年平均动态 PE11.4X，平均动态 PB2.1X，交行的 08 年动态 PE9.3X，动态 PB 为 1.83X，均低于行业平均水平。目前的

PE 指标已经落在美国上市银行的估值中枢上，而 PB 估值则高大约 20% 左右。我们预计国内银行业未来 5 年的利润复合增长率将在 10% 以上，相对美国银行业 4.35% 的利润增长，从长期看目前银行有投资价值。

9.2 绝对估值

我们采用四阶段股利增长模型（DDM）对交行进行绝对估值，我们将交通银行未来的增长分为四个阶段，分别为显性期（2008 - 2010）、平稳增长期（2011 - 2015）及增长减速期（2016 - 2021）与永续增长期。我们的假设条件如下：

无风险利率为 3.0%，Beta = 1.0，市场风险升水 7.0%，权益成本 = 10.0%

股息率保持在 40%

平稳增长期股息增长率为 15%

永续增长期增长率 = 5%（假设增长阶段 ROE 为 9%）

同时，我们以永续增长率以及贴现率对其进行敏感性分析。

预测的主要数据：

交行的 DDM 估值为 6.68 元。

表 9：DDM 盈利预测

	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
	显性期			稳定增长期				
股利	0.15	0.23	0.21	0.24	0.28	0.32	0.37	0.42
股利增长率	60.46%	52.44%	-7.82%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
折现年数	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5
折现因子	0.95	0.87	0.79	0.72	0.65	0.59	0.54	0.49
股利现值	0.14	0.20	0.17	0.17	0.18	0.19	0.20	0.21

资料来源：公司数据 中投证券研究所

表 9：DDM 盈利 预测（续）

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
	增长减速时期			永续期		
股利	0.48	0.54	0.60	0.66	0.71	0.75
股利增长率	13.00%	12%	11.00%	10%	9.00%	5%
折现年数	8.5	9.5	10.5	11.5	12.5	13.5
折现因子	0.44	0.40	0.37	0.33	0.30	0.28
股利现值	0.21	0.22	0.22	0.22	0.22	0.21
永续期价值						15.00
绝对估值结果	6.68					

资料来源：公司数据 中投证券研究所

9.3 投资建议

综上，根据绝对估值水平，并参考国内外上市银行的估值水平，并考虑对经济下行的预期，我们认为交行合理估值区间在 5.80 - 6.50 元之间。对应 08 年动态 PE 为 10.1 - 11.4X，PB 为 1.9-2.2X，给予“推荐”评级。

10、风险提示

宏观经济与房地产大幅下滑导致其贷款质量下降幅度超出我们的预期

内外资股东可能减持影响公司 A 股市场表现

附：中投证券 1 月份交行的调研会议记录

1 月 7 日交通银行董事会办公室

参加人员：董办 副高级经理 投资者关系管理经理

1. 08 年、09 年业绩、贷款增长

答：息差收窄 45 个基点左右（扩大中长期贷款的比例），主要通过贷款增长即规模增长来降低息差收窄的不利影响，08 年四季度会主动多提些拨备，08 年信贷成本 0.62% 左右，09 年信贷成本 0.65%-0.70%（以期末贷款为分母）以提高拨备覆盖率，平滑 08 - 09 年的业绩增长。09 年会继续提高拨备覆盖率；管理层的目标倾向于 09 年仍旧维持一个正的增长（陈水祥：交行还是比较偏乐观的）。

贷款增速：08 年预计可达到或者超过 18%，09 年目标增速高于 08 年，应该是在 18 - 19% 之间。

2. 关于贷款质量变化与 09 年贷款政策

交行从 07 年即开始调查摸底出口以及“两高一剩”等行业贷款的风险，主动调整贷款行业策略，交行的零售批发类行业贷款确实高于其他银行，但是由于口径问题，具体可能不能直接比较；08 年浙江的企业出问题，交行肯定也有损失。目前的变化亦符合预期。

对贷款质量的判断：不良贷款指标双降不可能一直维持，08 年余额上升，但比率下降，对 09 年的判断亦是这样。

09 年的贷款重点投向：

政府重点：基础设施类：电力、石油、交通（陈水祥：维持政府关系，各大银行贷款行业策略区别不大）

而中小企业贷款：占比在 47% 左右，小企业贷款 4%，目前还是以控制风险为主，期望政府出支持中小企业信贷的政策

零售：按揭贷款、消费贷款、信用卡

地区投放：仍旧以三大发达地区（华东、渤海湾、华南为主，但是以后网点将向中西部中心城市扩张

目前形势与 98 年的不同之处：98 年的时候银行还只是政府机构，银行没有上市，机制不同，交行判断不会出现 98 年时候的情况(陈水祥：经营机制已有较大改变)

3. 中间业务增长情况

与资本市场连接(基金)、国际结算业务可能下降，主要通过传统的信用卡、结算、投行来维持增长

目标维持两位数得增长（陈水祥：我们认为实现这个目标还是比较难的）

4. 海外分行

目前整体盈利能力不强，主要是维持经营，亏得少一点。以后有计划并购海外分行，但是会非常谨慎。

5. 关于战略规划：愿景：财富管理银行

财富管理银行有新的提法：通过综合化、国际化走财富管理银行的道路

主要标准：财富管理:沃德财富 50-500 万；交银理财：5 万-50 万；私人银行：300 万美元；资产管理的 94% 的收入由理财产品获得；对公：运通理财

中期目标：专注于中高端客户的财富管理银行、精品银行；

中期目标：对公与对私业务的平衡发展。

6. 与汇丰银行之间的关系

汇丰在国内持股交行、平安、上海银行。

在国内亦有自己的业务，但是合作大于竞争，良性竞争汇丰的目的：长期持有，但可能迫于财务压力而减持。

7. 08 年解禁股份的信息

目前已减持 17-18 亿股，约占 13%

在解禁前高层以及各分行曾经通过拜访、座谈会与股东沟通。

8. 关于所持有的外币债券

三季报披露持有 47 亿美元。分成四类：安全、关注、控制、处置。

后两类共 40 亿人民币，已提拨备 15 亿元，其中两房已卖出，莱曼债券已计提 80% 的储备，应该所提的拨备还是比较充足的。

附表：财务预测概要

损益表 (百万)	2007	2008E	2009E	2010E	盈利能力 (%)	2007	2008E	2009E	2010E
净利息收入	53,742	65,596	66,940	76,529	ROAE (拨备前)	35.4%	35.4%	32.3%	32.9%
非利息收入	8,468	12,882	13,190	13,681	ROAE	19.1%	20.1%	16.5%	16.7%
营业收入	62,210	78,478	80,130	90,209	ROAA	1.1%	1.2%	0.9%	0.9%
营业税金及附加	3,688	4,654	4,752	5,349	资本	2007	2008E	2009E	2010E
营业费用	-20,214	-24,541	-24,840	-27,965	核心资本充足率	10.3%	9.5%	9.2%	9.1%
拨备前利润	38,308	49,283	50,538	56,895	资本充足率	14.4%	13.1%	12.6%	12.4%
当期拨备	-7,458	-13,010	-17,111	-19,534	风险加权资产比重	55.3%	55.5%	55.5%	55.5%
税前利润	30,850	36,272	33,427	37,361	资产质量 (%)	2007	2008E	2009E	2010E
所得税	-10,397	-8,366	-7,711	-8,616	不良贷款比例	2.1%	2.1%	2.4%	2.6%
净利润	20,641	28,007	25,816	28,845	拨备覆盖率	95.6%	120.9%	132.6%	140.3%
资债表 (百万)	2007	2008E	2009E	2010E	拨备余额/贷款余额	2.0%	2.5%	3.1%	3.7%
总资产	2,103,626	2,593,766	2,968,485	3,340,445	已逾期未减值贷款/贷款余额	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%
总生息资产	1,974,008	2,408,693	2,758,710	3,106,102	资产负债结构 (%)	2007	2008E	2009E	2010E
贷款	1,104,460	1,297,596	1,504,249	1,719,021	股东权益/总资产	6.1%	5.8%	5.5%	5.5%
证券投资	486,646	574,242	666,121	779,362	生息资产/总资产	93.8%	92.9%	92.9%	93.0%
其他生息资产	404,604	569,269	635,362	671,556	贷款/总资产	52.5%	50.0%	50.7%	51.5%
其他无息资产	117,250	172,426	196,218	220,131	证券投资/总资产	23.1%	22.1%	22.4%	23.3%
存款	1,555,809	1,835,855	2,166,308	2,512,918	贷存比	71.0%	70.7%	69.4%	68.4%
其他付息负债	374,061	552,899	583,316	583,316	存款占负债比重	78.8%	75.1%	77.2%	79.6%
股东权益	128,797	149,355	163,868	182,287	存款结构 (占存款余额)				
增长驱动 (%)	2007	2008E	2009E	2010E	活期存款	53.4%	50.0%	49.0%	49.0%
存款增长	22.0%	18.0%	18.0%	16.0%	定期存款	37.2%	40.0%	41.0%	41.0%
贷款增长	19.3%	17.5%	15.9%	14.3%	公司存款	56.6%	56.6%	56.6%	56.6%
生息资产增长	22.0%	19.4%	14.9%	13.0%	个人存款	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
生息资产生息率	5.02%	5.25%	4.70%	4.67%	贷款结构 (占贷款余额)				
付息负债付息率	2.06%	2.42%	2.20%	2.15%	公司贷款	81.5%	81.9%	81.9%	81.7%
净息差(NIM)	2.88%	2.93%	2.55%	2.56%	个人贷款	15.6%	15.7%	16.0%	16.2%
净利差 (Spread)	2.96%	2.83%	2.51%	2.51%	贴现	2.9%	2.4%	2.1%	2.1%
净佣金/营收	11.55%	15.08%	15.03%	13.67%	每股指标与估值	2007	2008E	2009E	2010E
成本收入比	32%	31%	31%	31%	每股收益(EPS)	0.42	0.57	0.52	0.59
信用成本率	0.64%	1.00%	1.15%	1.15%	每股拨备前利润	0.78	1.01	1.03	1.16
有效所得税率	33.5%	23.0%	23.0%	23.0%	每股净资产	2.63	3.05	3.34	3.72
盈利增长率 (%)	2007	2008E	2009E	2010E	市盈率 (PE)	13.5	9.9	10.8	9.6
净利息收入	35.0%	22.1%	2.0%	14.3%	P/PPPOP	7.2	5.6	5.5	4.9
非利息收入	137.9%	64.6%	1.8%	2.4%	PB	2.2	1.9	1.7	1.5
营业收入	43.6%	26.1%	2.1%	12.6%	PEG	0.6	0.4	0.5	0.4
拨备前利润	51.9%	28.6%	2.5%	12.6%	其他数据	2007	2008E	2009E	2010E
税前利润	74.8%	17.6%	-7.8%	11.8%	分支机构数量 (个)	2,610	2,640	2,670	2,720
净利润	60.8%	35.7%	-7.8%	11.7%	员工数 (人)	68,080	73,080	78,080	83,080

资料来源：公司数据，中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

陈水祥, CFA, 中投证券研究所银行业分析师, 货币银行学学士、金融学硕士, 4 年国有商业银行工作经历, 1 年证券行业从业经验。主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、招商银行、中信银行、民生银行、浦发银行、兴业银行、华夏银行、深发展 A。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434