

2009 年 03 月 15 日

市场数据(人民币)

市价(元)	5.54
已上市流通A股(百万股)	15,954.93
流通港股(百万股)	23,064.47
总市值(百万元)	271,428.89
年内股价最高最低(元)	10.61/4.17
沪深 300 指数	2205.42
上证指数	2128.85
2007 年股息率	1.97%


相关报告

- 1 《3 季报点评》，2008.10.31
- 2 《中报点评》，2008.8.27
- 3 《1 季报点评》，2008.5.5
- 4 《年报点评》，2008.3.21

张英

 (8621)61038295
 zhangying@gjzq.com.cn

陈建刚

 (8621)61038264
 chenjg@gjzq.com.cn

李伟奇

 (8621)61038291
 liweiqi@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

交通银行 (601328.SH)

——兼具大行的稳定，小行的进取


公司基本情况(人民币)

项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	0.208	0.277	0.419	0.582	0.599	0.622
净利润增长率	693.73%	33.23%	61.91%	39.08%	2.94%	3.69%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.572	0.556	0.597
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	9.514	9.242	8.913
行业优化市盈率(倍)	16.46	33.50	34.83	17.75	17.75	N/A
市场优化市盈率(倍)	14.65	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	2,233.25	15950	15950	25924
总股本(百万股)	45,804.03	45,804.03	48,994.38	48994	48994	48994

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 这是交行上市以来我们首次推荐公司，公司一直给市场以及我们“缺乏特点”的印象，游走在大行与中型股份制银行的边缘。但是在目前的市场环境下，我们认为，交行所呈现的是既有大行的稳定性，又有股份制银行的灵活与进取。
 - ◆ 稳定性堪比大行。公司的 ROA、ROE、成本收入比、所得税率等指标都与工行、建行较为接近。公司的杠杆倍数仅为 13.4x，基本与工行、建行相当，远低于一般股份制银行。
 - ◆ 规模增长堪比股份制银行。公司贷款增速连续 3 年保持在 17% 之上，远高于工行、建行，甚至高于招行、浦发等股份制银行。
- 最有发展好零售业务的潜质。公司综合金融平台雏形形成：除交银施罗德基金、交银信托、交银租赁，交银国际外，信用卡公司、养老金公司、以及保险业都是公司有望涉足的领域。更为重要的是：相比大行，公司拥有更为灵活的管理体制；相比股份制银行，公司拥有更完善的网点基础。
- 但是目前我们还看不到公司在零售业务方面独具的“特点”和“优势”。一方面由于零售业务优势的积累是一个长期过程，另一方面与公司长期以来的“稳健”的经营原则有关。零售业务的一个特点是投入积累期较长，但当积累到一定程度开始盈利之后，就是低成本、低资金占用的高回报产品，对 ROE 的提升具有明显的作用。
- 估值水平低且基本面有望超预期，上调评级至“买入”。估值水平存在低估：公司目前估值水平为 1.6x09PB/9.2x09PE，PB 估值低于行业平均水平 14%，PE 估值低于行业平均水平 20%。基本面有望超出预期：预计 1-2 月信贷增长有望超出预期（一般性贷款增速 22.85%，1-2 月已经完成全年目标的 50% 左右），信贷高增长有望带动 1 季度业绩超出预期。
- 风险提示：量大而分散的小非可能持续制约公司的股价表现。2008 年 5 月 132.4 亿股（占到目前流通 A 股的 85%）解禁；除前 10 大流通股外，其余单个小非持股量不到 1 亿股；呈现总量大而分散的特点。

内容目录

稳定增长	3
介乎大行与中型银行之间	3
具备潜质	6
资产负债结构仍有改善余地	6
综合金融平台雏形已成，零售业务具备潜质	7
09 年经营情况分析	10
信贷投放	10
息差压力	10
资产质量	11
盈利预测与投资建议	13
盈利预测	13
投资建议	14
附录：三张报表预测摘要	15

图表目录

图表 1：交通银行盈利能力分析	3
图表 2：交通银行资本充足率分析	3
图表 3：交通银行规模及利润增长	4
图表 4：交行的收入及利润结构	4
图表 5：交行的收入及利润结构	5
图表 6：上市银行中长期贷款占比	6
图表 7：上市银行存贷比	6
图表 8：公司公告各项收益率情况	7
图表 9：公司公告各项收益率情况	7
图表 10：上市银行资产配置	8
图表 11：上市银行同比增速预计	10
图表 12：上市银行资产配置	11
图表 13：上市银行贷款结构	11
图表 14：上市银行不良贷款结构	12
图表 15：交通银行盈利预测	13
图表 16：上市银行估值水平	14
图表 17：交通银行财务数据	15

稳定增长

介乎大行与中型银行之间

■ 稳定性接近大行

- ◆ **盈利能力与大行接近。**从 ROA、ROE、成本收入比、所得税率等指标都与工行、建行较为接近（中行的海外业务占比高，ROA、ROE 的波动缺乏可比性）。公司的 ROA 水平低于招行、兴业、深发展，但却高于民生、华夏等。

图表1：交通银行盈利能力分析

	ROA			ROE			成本收入比			所得税率		
	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08
招行	0.75%	1.16%	1.90%	12.69%	22.42%	34.23%	37.96%	34.94%	30.14%	31.97%	27.56%	22.64%
民生	0.54%	0.69%	1.14%	19.61%	12.62%	21.90%	48.65%	46.45%	36.59%	28.28%	31.23%	25.88%
浦发	0.49%	0.60%	1.27%	13.57%	19.42%	36.84%	40.23%	37.23%	34.67%	44.43%	48.91%	24.07%
华夏	0.31%	0.35%	0.61%	11.82%	16.09%	26.63%	43.82%	40.51%	37.40%	40.95%	45.01%	27.44%
中行	0.89%	1.03%	1.30%	11.29%	13.63%	18.12%	38.66%	41.38%	29.22%	29.63%	31.06%	26.47%
建行	0.85%	1.05%	1.66%	14.03%	16.48%	25.78%	38.05%	35.90%	28.07%	29.52%	31.42%	22.42%
交行	0.73%	0.98%	1.29%	13.86%	15.93%	23.03%	36.40%	32.40%	28.59%	28.58%	33.91%	23.30%
工行	0.66%	0.94%	1.38%	10.59%	15.06%	23.41%	37.52%	34.41%	28.14%	30.77%	28.77%	23.14%
兴业	0.62%	1.02%	1.45%	23.74%	22.22%	30.24%	38.43%	36.28%	31.97%	24.50%	21.40%	18.41%
深发展	0.50%	0.75%	0.97%	20.12%	20.37%	25.31%	44.31%	38.75%	35.10%	34.68%	29.74%	24.13%
中信	0.53%	0.82%	1.51%	11.71%	9.85%	18.66%	44.08%	34.84%	31.39%	45.52%	36.91%	24.79%
北京行	0.78%	0.95%	1.60%	21.75%	12.56%	20.21%	27.87%	25.18%	21.44%	30.56%	27.67%	21.39%
南京行	1.03%	1.20%	1.75%	22.77%	9.15%	15.48%	35.32%	29.84%	24.55%	22.86%	14.46%	13.84%
宁波行	1.12%	1.26%	1.65%	19.78%	11.86%	17.78%	38.19%	36.51%	37.35%	22.37%	19.73%	8.91%

来源：公司数据、国金证券研究所

- ◆ **杠杆率低，较为稳健。**公司的杠杆倍数仅为 13.4x，基本与工行、建行相当，远低于一般股份制银行。低杠杆是低 ROE 的主要原因。

图表2：交通银行资本充足率分析

	资产总额			资本充足率			核心资本充足率			杠杆倍数		
	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08
招行	9,341	13,106	13,961	11.53%	10.67%	10.41%	10.00%	9.09%	8.83%	14.7	17.5	16.6
民生	8,766	9,198	10,622	8.12%	10.73%	9.21%	4.35%	7.45%	6.57%	25.5	15.0	16.2
浦发	6,893	9,150	10,026	9.27%	9.21%	8.67%	5.44%	5.01%	4.95%	17.3	18.0	18.1
华夏	3,996	5,923	6,281	8.28%	8.27%	8.22%	4.82%	4.30%	4.51%	20.8	24.5	23.8
中行	47,400	59,956	63,446	13.59%	13.34%	13.78%	11.44%	10.94%	10.85%	10.1	12.0	11.7
建行	54,485	65,818	70,577	12.11%	12.58%	12.06%	9.92%	10.37%	10.08%	14.6	14.2	14.4
交行	17,195	21,036	24,264	10.83%	14.44%	14.06%	8.52%	10.34%	9.98%	18.7	12.5	13.4
工行	75,583	86,843	94,000	14.05%	13.00%	12.46%	12.23%	10.99%	10.33%	14.3	15.2	16.5
兴业	5,158	6,508	8,662	7.16%	11.78%	10.93%	4.72%	8.92%	8.59%	21.0	13.6	16.2
深发展	2,606	3,525	4,418	3.71%	5.77%	8.53%	3.68%	5.77%	6.15%	40.6	27.8	19.5
中信	8,280	10,935	11,172	9.41%	15.27%	14.28%	6.59%	13.15%	12.34%	18.6	11.5	10.9
北京行	2,730	3,542	3,634	12.78%	20.13%	19.14%	8.60%	17.48%	16.18%	18.7	11.2	10.7
南京行	667	761	900	11.73%	35.40%	25.32%	8.41%	31.12%	22.56%	20.3	6.7	8.6
宁波行	565	755	883	11.48%	20.59%	17.02%	9.71%	18.97%	15.50%	15.7	8.7	9.9

来源：公司数据、国金证券研究所

■ 规模增速堪比股份制银行

- ◆ **规模高增长。**公司贷款增速连续 3 年保持在 17% 之上，远高于工行、建行，甚至高于招行、浦发等股份制银行。

图表3：交通银行规模及利润增长

	生息资产总额			贷款总额			净利润总额			净利息收入总额		
	2006	2007	3Q08	2006	2007	3Q08	2006	2007	3Q08	2006	2007	3Q08
招行	26.90%	40.87%	29.93%	19.81%	19.00%	16.58%	78.13%	117.73%	90.57%	26.52%	57.62%	53.06%
民生	24.07%	33.27%	16.90%	18.35%	24.03%	17.68%	39.08%	67.33%	101.14%	34.18%	39.64%	42.49%
浦发	20.41%	32.88%	30.18%	22.18%	19.55%	19.46%	34.91%	63.86%	150.92%	31.19%	35.97%	36.70%
华夏	25.06%	33.43%	23.15%	11.29%	17.83%	17.49%	17.25%	52.69%	90.32%	30.86%	41.96%	29.89%
中行	12.58%	12.62%	8.81%	8.79%	17.22%	20.00%	49.41%	31.53%	23.62%	19.50%	26.54%	10.56%
建行	18.97%	18.82%	13.97%	16.89%	13.87%	11.16%	-1.65%	49.27%	47.58%	20.43%	37.34%	20.73%
交行	21.19%	18.19%	18.78%	19.82%	19.49%	17.28%	35.67%	63.58%	52.92%	25.99%	35.02%	33.99%
工行	16.79%	15.51%	8.70%	10.38%	12.17%	9.27%	37.63%	64.37%	45.16%	6.19%	37.61%	23.08%
兴业	30.10%	38.26%	7.30%	33.78%	23.31%	17.55%	56.05%	124.73%	56.48%	42.40%	57.32%	32.86%
深发展	17.99%	35.61%	16.38%	16.71%	21.75%	25.04%	312.76%	103.38%	77.03%	31.41%	48.18%	36.65%
中信	19.62%	43.66%	16.91%	25.09%	23.98%	19.07%	18.32%	122.49%	137.30%	30.12%	58.87%	52.06%
北京行	17.31%	31.16%	32.09%	15.92%	21.32%	27.43%	26.93%	56.46%	80.19%	33.34%	31.13%	70.90%
南京行	18.89%	27.64%	14.37%	27.09%	16.74%	22.11%	61.95%	52.95%	87.50%	19.78%	47.65%	35.93%
宁波行	64.83%	34.41%	33.43%	62.67%	29.74%	30.90%	44.30%	50.47%	76.60%	56.55%	39.02%	47.76%
SUM	39.70%	19.95%	12.25%	14.50%	16.14%	14.59%	28.54%	56.62%	50.12%	18.07%	37.01%	24.97%

来源：公司数据、国金证券研究所

- ◆ 贷款高增长对应的是贷款市场份额的提升。贷款增速较低的工行市场份额由 03 年的 20.0% 下降到了 08 年的 14.3%，而交行的贷款市场份额由 03 年底的 3.2% 上升到了 08 年底的 4.0%。也就是说，交行在贷款上如同其他股份制银行一样，在蚕食四大行的蛋糕。

图表4：交行的收入及利润结构

	金融机构 贷款规模	交行		工行		建行	
		贷款规模	市场份额	贷款规模	市场份额	贷款规模	市场份额
Dec-03	169,771	5,499	3.24%	34,023	20.04%	19,978	11.77%
Dec-04	188,566	6,401	3.39%	37,077	19.66%	22,274	11.81%
Dec-05	206,838	7,714	3.73%	32,896	15.90%	24,584	11.89%
Dec-06	238,280	9,243	3.88%	36,312	15.24%	28,736	12.06%
Dec-07	277,747	11,045	3.98%	40,732	14.67%	32,722	11.78%
Dec-08	320,129	12,701	3.97%	45,620	14.25%	36,321	11.35%

来源：公司数据、国金证券研究所

- 收入及利润结构中约 50% 集中在华东地区。
 - ◆ 这样的结构接近扎根发源于上海的浦发，而建行、工行等大行在长三角地区的业务及收入占比约占 25% 左右。

图表5：交行的收入及利润结构

总额（单位：百万）	收入分布		利润分布	
	2007	1H08	2007	1H08
华北	8,799	5,555	4,143	3,225
东北	3,194	2,017	893	927
华东	24,653	14,490	13,766	8,237
华中及华南	11,338	7,132	5,447	3,928
西部	4,581	2,910	2,003	906
海外	3,352	1,407	1,719	616
总部	6,405	4,128	3,067	2,490
合计	62,322	37,639	31,038	20,329
占比	2007	1H08	2007	1H08
华北	14.12%	14.76%	13.35%	15.86%
东北	5.12%	5.36%	2.88%	4.56%
华东	39.56%	38.50%	44.35%	40.52%
华中及华南	18.19%	18.95%	17.55%	19.32%
西部	7.35%	7.73%	6.45%	4.46%
海外	5.38%	3.74%	5.54%	3.03%
总部	10.28%	10.97%	9.88%	12.25%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

来源：公司数据、国金证券研究所

具备潜质

资产负债结构仍有改善余地

■ 从资产负债结构看仍有发掘余地

- ◆ **中长期贷款占比较低。**06 年以来，公司有意识地提升中长期贷款的比重，中长期贷款占比从 06 年的 39.1%提升到 48.0%，提升幅度明显快于其他银行。但从绝对占比来看，中长期贷款占比仍然属于行业平均水平之下，仍有一定的提升空间，而公司也把提升中长期贷款占比作为对抗降息周期，提升息差水平的一种方式。中长期贷款主要投放是基础设施建设，它受宏观经济影响较小，还款周期长，现金流稳定。预计 09 年公司中长期贷款占比将有进一步提升。
- ◆ **存贷比仍有进一步提升空间。**公司存贷比不足 70%，相比大行要高，相比中型股份制银行要低。较低的存贷比支撑贷款高增长。

图表6：上市银行中长期贷款占比

	Dec-06	Dec-07	Jun-08	Dec-08
招行	34.67%	38.65%	39.93%	39.38%
民生	44.27%	50.68%	49.52%	47.92%
浦发	35.09%	37.87%	38.44%	39.05%
华夏	27.37%	30.96%	30.69%	32.08%
中行	54.34%	57.45%	57.47%	57.89%
建行	66.84%	68.86%	70.99%	70.53%
交行	39.06%	45.30%	47.02%	48.00%
工行	59.16%	63.26%	65.65%	65.32%
兴业	48.56%	54.16%	56.33%	49.16%
深发展	32.51%	37.77%	36.77%	34.37%
中信	39.59%	40.50%	40.48%	39.16%
国有银行	56.75%	59.70%	61.12%	62.48%
股份制银行	38.38%	42.87%	43.20%	42.27%
全国性银行	51.84%	54.99%	55.99%	56.29%

来源：国金证券研究所

图表7：上市银行存贷比

	2006	2007	1H08
招行	73.11%	71.35%	70.96%
民生	76.71%	82.68%	80.49%
浦发	77.37%	72.17%	74.58%
华夏	69.96%	69.76%	73.90%
中行	59.38%	63.62%	65.81%
建行	60.87%	61.27%	61.19%
交行	65.08%	70.99%	68.59%
工行	57.17%	59.05%	57.77%
兴业	76.68%	79.18%	82.66%
深发展	78.46%	78.86%	71.80%
中信	74.90%	72.95%	74.61%
北京行	55.59%	59.44%	62.62%
南京行	58.15%	58.46%	59.42%
宁波行	60.91%	65.75%	68.32%

■ 净息差仍有提升空间

- ◆ **净息差处于行业中上水平。**07 年公司净息差提升幅度不明显，主要原因是中长期贷款占比较低、存贷比较低以及 07 年 250 亿次级债的发行了（成本率 4.13%）。提升净息差是公司持续的经营目标之一：资产方通过提高中长期贷款占比、存贷比、小企业贷款占比来提高贷款收益率；负债方面通过加大客户公司结算存款的吸纳、重视卡业务的发展（改善用卡环境和用卡服务）、吸纳财政性存款等手段来降低存款成本。

图表8：公司公告各项收益率情况

	净息差			生息资产收益率			计息负债成本率			贷款收益率			存款成本率		
	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08
招行	2.69%	2.96%	3.51%	4.30%	4.73%	5.43%	1.61%	1.77%	1.92%	5.11%	5.80%	6.90%	1.50%	1.68%	1.94%
民生	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5.48%	6.78%	7.24%	1.85%	2.17%	2.57%
浦发	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5.77%	6.14%	7.23%	1.57%	1.64%	2.10%
华夏	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5.33%	6.39%	7.17%	1.90%	1.97%	2.40%
中行	2.45%	2.76%	2.72%	4.34%	4.74%	4.72%	2.06%	2.15%	2.55%	5.45%	5.94%	6.13%	1.96%	2.04%	2.15%
建行	2.79%	3.18%	3.29%	4.28%	4.70%	4.94%	1.59%	1.63%	1.98%	5.57%	6.31%	7.07%	1.53%	1.57%	1.94%
交行	2.71%	2.84%	3.20%	4.42%	4.73%	5.34%	1.72%	1.95%	2.27%	5.70%	6.34%	7.16%	1.55%	1.74%	2.17%
工行	2.39%	2.80%	3.01%	4.00%	4.45%	4.91%	1.68%	1.78%	2.03%	5.42%	6.11%	6.97%	1.66%	1.77%	2.08%
兴业	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5.88%	6.61%	7.36%	1.67%	1.80%	2.25%
深发展	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5.76%	6.28%	7.00%	1.65%	1.93%	2.31%
中信	2.62%	3.12%	3.42%	4.52%	4.95%	5.46%	1.99%	2.00%	2.25%	5.33%	6.11%	7.20%	1.96%	1.98%	2.30%
北京行	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5.06%	6.08%	6.77%	1.58%	1.79%	1.73%
南京行	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6.30%	6.80%	8.19%	1.70%	1.88%	2.22%
宁波行	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6.57%	6.99%	8.12%	1.52%	1.61%	2.08%

来源：公司数据、国金证券研究所

- ◆ 存款成本处于较低水平，但 08 年以来存款成本上升较快。公司活期存款占比较高（仅次于招行、建行，与工行相当），存款成本的绝对水平较低。但公司的活期存款中，更多是由企业活期存款构成（48.6%中企业活期占 35.3%），企业活期存款的综合成本要高于储蓄活期存款，在加息过程中对利率的敏感性更高。公司另一个特点是其他存款占比高，其他存款包括财政存款、协议存款等，财政存款多为活期存款有利于降低成本，但协议存款成本较高。

图表9：公司公告各项收益率情况

	活期占比			活期占比			其他占比		
	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08
招行	52.95%	57.41%	53.57%	47.05%	42.59%	46.43%	0.00%	0.00%	0.00%
民生	39.18%	37.23%	40.42%	57.90%	52.29%	56.79%	2.92%	10.48%	2.79%
浦发	40.07%	48.23%	44.12%	35.12%	39.21%	42.05%	24.81%	12.56%	13.83%
华夏	38.00%	43.92%	38.78%	44.48%	42.32%	42.29%	17.51%	13.77%	18.93%
中行	42.74%	44.31%	41.71%	53.70%	49.99%	51.74%	3.56%	5.69%	6.55%
建行	55.42%	57.28%	53.88%	44.58%	39.67%	43.19%	0.00%	3.05%	2.93%
交行	45.30%	53.37%	48.59%	40.90%	37.20%	40.14%	13.80%	9.43%	11.27%
工行	48.39%	51.62%	48.36%	48.48%	46.71%	48.23%	3.13%	1.67%	3.41%
兴业	46.70%	52.78%	45.40%	38.53%	35.75%	41.34%	14.77%	11.46%	13.26%
深发展	35.02%	37.33%	31.37%	34.33%	62.67%	68.63%	30.66%	0.00%	0.00%
中信	46.41%	50.43%	44.62%	53.59%	48.56%	54.64%	0.00%	1.02%	0.74%
北京行	61.61%	62.12%	60.80%	38.39%	36.06%	38.13%	0.00%	1.82%	1.07%
南京行	54.82%	58.07%	53.15%	34.02%	32.12%	36.32%	11.16%	9.81%	10.52%
宁波行	68.25%	57.32%	53.35%	20.04%	33.20%	35.46%	11.70%	9.48%	11.19%

来源：公司数据、国金证券研究所

综合金融平台雏形已成，零售业务具备潜质

- 最有发展好零售业务的潜质。之所以这么说，除了公司综合金融平台雏形已成这个基础条件外，更为重要的是：相比大行，公司拥有更为灵活的管理体制；相比股份制银行，公司拥有更完善的网点基础。
- 综合金融平台的雏形初成，除交银施罗德基金、交银信托、交银租赁，交银国际外，信用卡公司、养老金公司、以及保险业都是公司有望涉足的领域。交行的生息资产占资产的比重仅为 94.3%，与在香港拥有完善综合金融平台的中行相似。

图表10：上市银行资产配置

	生息资产占资产比			贷款占生息资产比			投资占生息资产比			同业占生息资产比		
	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08
招行	98.46%	98.86%	97.10%	59.74%	50.51%	53.30%	19.45%	19.22%	17.78%	20.81%	30.27%	28.91%
民生	97.14%	98.59%	98.32%	64.82%	60.35%	57.79%	13.30%	17.26%	15.97%	21.89%	22.38%	26.23%
浦发	97.89%	98.01%	97.71%	66.40%	59.73%	61.79%	12.55%	12.82%	13.15%	21.05%	27.44%	25.07%
华夏	98.43%	98.68%	98.46%	57.94%	51.08%	52.64%	18.35%	11.95%	12.15%	23.71%	36.97%	35.21%
中行	94.45%	94.47%	94.55%	46.47%	48.63%	51.22%	37.37%	30.16%	27.07%	16.16%	21.21%	21.71%
建行	99.22%	97.59%	97.23%	53.16%	49.56%	50.22%	35.32%	33.79%	32.18%	11.52%	16.66%	17.61%
交行	97.73%	94.41%	94.26%	54.17%	54.52%	53.25%	23.63%	24.49%	22.91%	22.20%	20.99%	23.84%
工行	97.81%	97.68%	97.24%	48.12%	46.65%	46.37%	38.95%	36.63%	34.94%	12.93%	16.72%	18.69%
兴业	98.44%	98.75%	98.29%	52.34%	46.75%	48.10%	22.24%	16.36%	15.72%	25.42%	36.89%	36.18%
深发展	97.55%	97.78%	94.54%	68.94%	62.60%	54.56%	14.10%	13.85%	16.07%	16.96%	23.54%	29.38%
中信	97.85%	98.27%	98.15%	65.55%	56.95%	56.84%	15.10%	16.08%	22.75%	19.35%	26.98%	20.41%
北京行	96.54%	97.58%	97.78%	47.64%	44.36%	48.36%	30.89%	26.94%	28.86%	21.48%	28.70%	22.78%
南京行	95.30%	92.63%	92.20%	44.98%	41.05%	39.28%	39.84%	36.78%	35.55%	15.18%	22.17%	25.16%
宁波行	95.56%	96.19%	94.19%	51.38%	49.61%	52.08%	26.72%	24.19%	20.54%	21.90%	26.19%	27.38%

来源：公司数据、国金证券研究所

- 与汇丰的合作、网点和人员的规模是其发展零售业务的两大优势。但是目前我们还看不到在交行在零售业务方面独具的“特点”和“优势”，一方面这可能是由于零售业务优势的积累是一个长期过程，另一方面这可能与公司长期以来的“稳健”的经营原则有关。零售业务的一个特点是投入积累期较长，但当积累到一定程度开始盈利之后，就是低成本、低资金占用的高回报产品，对 ROE 的提升具有明显的作用。
- 个人财富管理：针对个人客户提供一站式财富管理服务。
 - ◆ 财富管理的优势：1、规模优势：公司是第 5 大银行，具有 5 千多万客户，6 万多员工和 2600 多网点，具有大银行的规模和小银行的灵活；2、数据大集中建设早于大银行，具有良好的支付平台；3、定位于帮助客户实行财富增值，对客户进行分层管理开发服务；4、综合的金融服务平台；5、与汇丰的合作带来技术、理念上的优势。
 - ◆ 客户分层的策略：对不同层面客户提供不同的套餐，包括产品、渠道的不同。2 年半以前设立沃德财富管理品牌（50 万以上客户）；私人银行服务（尽量利用香港平台、其他业务平台），提供全球、全方位的财富管理客户；08 年上半年，准备开始提供大众化的财富管理服务
 - ◆ 产品策略：利用自己和第三方资源，整合全方位产品，实现客户一站化理财服务。以后发展仍然会利用第三方、利用境内外产品，QDII 就是一个好的例子。
 - ◆ 网点策略：分类网点，网点的零售客户经理 6000 多个；分支行网点的改建：目前有 200 多个沃德财富中心，08 年计划增加到 400 多个；有专门的客户经理一对一服务；计划在每个沃德财富中心增加一个私人银行客户顾问；其他网点也有庞大的改建计划；网上银行也比较成功。
- 企业财富管理：针对公司客户提供现金管理、供应链金融、企业理财和投资银行业务。
 - ◆ 较早实行数据大集中，良好的支付平台是其主要优势，但是业务重点不明确，每一块都是重点将使其无法在任何一块中胜出。
 - ◆ 蕴通帐户：针对企业集团等大型客户，解决其“存贷两头大”等问题推出的集帐户管理、现金管理、票据管理于一体的综合性组合产品。公司在发展企业中间业务时，为了吸引这些客户，可能会损失贷款的议价能力。公司的处理方式是：首先看风险，在风险可控的条件下，协商贷款利率；贷款谈不上去，就尽量多争取一些活期存款，利用现金管理把结算资金留在银行体系；“息差”牺牲与否关键看公司能提供的服务如何，交行会努力提高服务质量，尽量不牺牲“息差”。

- ◆ **供应链金融**：07 年以来积极推动，设计理念是“1+n”，即选择核心企业，把它的上下游捆在一起。（“1”指核心企业，“n”指核心企业的上下游）。银行会选择重视“1”，“n”顾不上，导致“1”的供销体系不畅；供应链设计是保“1”，扶“n”，帮助客户理顺产销。公司相应的风控措施是通过物流链上的质押、信用保险公司的保险、以及与核心企业的三方协议来约束“n”的风险。
- ◆ **企业理财**：利用已有的信托、证券、基金平台，为企业客户提供权益类、固定收益类等各项资产管理业务。
- ◆ **投资银行**：由单一的短期融资券承销业务转向多元化的债权发行、信托投资、IPO 配套服务及财务咨询业务。

09 年经营情况分析

信贷投放

■ 新增贷款情况较好

- ◆ 截至 2 月底，预计公司贷款增速达到 38.2%，其中一般性贷款增速 22.1%，一般性贷款增速仅次于浦发银行。截至 2 月的预计公司生息资产增速达到 27.1%，较高的规模增速能够抵补息差下降的压力，实现净利息收入正增长。

图表11：上市银行同比增速预计

	同比增长预计						人民币存款	人民币企业存款	人民币储蓄存款	人民币其他存款
	人民币贷款总额 (含票) Feb-09	人民币一般性贷款 Feb-09	人民币短期贷款 Feb-09	人民币中长期贷款 Feb-09	票据贴现 新增 Feb-09	生息资产 Feb-09				
工商银行	19%	12%	3%	16%	141%	17%	23%	15%	28%	22%
建设银行	24%	21%	17%	23%	107%	23%	28%	17%	31%	39%
中银内地	30%	22%	16%	25%	211%	26%	26%	22%	28%	33%
招商银行	40%	19%	13%	26%	296%	23%	38%	16%	62%	52%
浦发银行	33%	28%	24%	35%	153%	52%	31%	19%	45%	46%
民生银行	25%	15%	25%	7%	345%	11%	32%	14%	41%	59%
华夏银行	20%	12%	7%	21%	222%	24%	21%	8%	22%	46%
深发展	34%	12%	7%	19%	633%	32%	27%	10%	34%	46%
交通银行	38%	23%	10%	37%	1072%	27%	29%	19%	33%	57%
中信银行	32%	17%	22%	10%	281%	13%	27%	6%	69%	64%
兴业银行	34%	19%	19%	18%	792%	21%	41%	24%	81%	73%

来源：国金证券研究所

- ◆ 预计 09 年 1、2 月新增贷款达到 750 亿、1400 亿，其中一般性贷款为 500 亿、500 亿，1-2 月的新增一般性贷款已经完成全年目标的 50%左右。
- ◆ 世博建设加速，我们预计交行在世博会项目上具有一定的优势。这是其贷款的快速增长来源之一。

■ 信贷投放方向

- ◆ 在选择贷款项目时，更关注行业中的优质客户，而不仅仅是行业本身。公司制定了非常细致的信贷投放表现，选择 29 个大小行业分别做出细则，强调在行业中选择优质客户，而不是重点关注行业本身。对行业的态度上，认为房地产、钢铁等周期性行业，09 年仍需给予高度关注。
- ◆ 提高中长期贷款比重。公司中长期贷款占比 48%左右，低于行业平均水平。公司计划 09 年新增贷款中基建贷款占到 40-45%。09 年 1-2 月预计公司新增中长期贷款 665 亿，按全年 2000 亿一般性贷款目标算，已经完成 33%，与 09 年目标相差不远。
- ◆ 提高小企业贷款占比。自从 06 年公司的小企业产品“展业通”推出市场以来，公司的小企业贷款增长情况良好，持续高于公司平均贷款增速。截至 08 年 9 月底，“展业通”贷款增速 36.5%，不良率 0.31%。
- ◆ 按揭贷款仍然支持。考虑综合收益（推销基金、理财业务）、贷款风险、以及未来的升息，按揭贷款仍然是较好的信贷投向。

息差压力

■ 从资产负债结构来看，息差压力较大

- ◆ 生息资产结构中，债券占比较低，而贷款与同业占比较高。债券久期最长，在利率下行的过程中，收益率的下降过程最慢；而同业久期最短，

利率下降的过程非常迅速。从资产结构来看，公司息差压力大于工行、建行等大行。

图表12：上市银行资产配置

	生息资产占资产比			贷款占生息资产比			投资占生息资产比			同业占生息资产比		
	2006	2007	3Q08	2006	2007	3Q08	2006	2007	3Q08	2006	2007	3Q08
招行	98.46%	98.86%	90.77%	59.74%	50.51%	52.67%	19.45%	19.22%	19.73%	20.81%	30.27%	27.60%
民生	97.14%	98.59%	99.75%	64.82%	60.35%	60.57%	13.30%	17.26%	12.79%	21.89%	22.38%	26.64%
浦发	97.89%	98.01%	96.70%	66.40%	59.73%	58.05%	12.55%	12.82%	13.73%	21.05%	27.44%	28.21%
华夏	98.43%	98.68%	98.40%	57.94%	51.08%	52.20%	18.35%	11.95%	11.84%	23.71%	36.97%	35.96%
中行	94.45%	94.47%	94.52%	46.47%	48.63%	51.11%	37.37%	30.16%	25.07%	16.16%	21.21%	23.82%
建行	99.22%	97.59%	97.62%	53.16%	49.56%	49.42%	35.32%	33.79%	30.56%	11.52%	16.66%	20.03%
交行	97.73%	94.41%	88.16%	54.17%	54.52%	57.91%	23.63%	24.49%	17.73%	22.20%	20.99%	24.36%
工行	97.81%	97.68%	97.27%	48.12%	46.65%	47.03%	38.95%	36.63%	33.00%	12.93%	16.72%	19.97%
兴业	98.44%	98.75%	97.94%	52.34%	46.75%	49.27%	22.24%	16.36%	15.89%	25.42%	36.89%	34.83%
深发展	97.55%	97.78%	97.84%	68.94%	62.60%	58.59%	14.10%	13.85%	18.19%	16.96%	23.54%	23.22%
中信	97.85%	98.27%	95.62%	65.55%	56.95%	60.03%	15.10%	16.08%	19.57%	19.35%	26.98%	20.40%
北京行	96.54%	97.58%	98.42%	47.64%	44.36%	45.21%	30.89%	26.94%	24.95%	21.48%	28.70%	29.84%
南京行	95.30%	92.63%	92.97%	44.98%	41.05%	41.14%	39.84%	36.78%	38.00%	15.18%	22.17%	20.86%
宁波行	95.56%	96.19%	93.06%	51.38%	49.61%	49.06%	26.72%	24.19%	17.39%	21.90%	26.19%	33.55%

来源：公司数据、国金证券研究所

- ◆ 公司预计考虑 09 年继续 3 次对称降息，09 年息差比 08 年下降 50BP。我们认为这个估计可能较为乐观，我们认为交行的息差收窄幅度与行业平均水平相似，不考虑继续降息的因素，预计 1 季度息差下降幅度在 50BP 左右。
- ◆ 对债券收益率，公司认为 1 季度可能是债券收益率是最低的时间，之后收益率又会回升。虽然债券收益率下降，但债券承销规模扩大，能通过承销费弥补一些。

资产质量

■ 资产质量压力中等

- ◆ 存量贷款结构看，公司的制造业贷款、商贸类贷款占比较高；与房地产相关的开发、建筑类贷款占比较低；按揭贷款占比也较低。制造业、商贸类贷款占比较高，与长三角地区的产业结构有关，而公司接近 40% 的贷款集中在长三角地区。

图表13：上市银行贷款结构

	制造业占比			商贸占比			开发贷款占比			建筑业占比			按揭贷款占比		
	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08
招行	18.36%	19.71%	20.12%	10.37%	13.11%	11.95%	4.72%	6.41%	5.81%	2.24%	2.55%	2.66%	18.82%	19.48%	18.61%
民生	31.48%	27.44%	27.62%	9.62%	8.83%	11.46%	12.43%	12.84%	14.35%	5.25%	4.44%	3.80%	13.79%	16.14%	14.51%
浦发	26.94%	24.87%	22.60%	11.60%	10.73%	10.54%	10.63%	10.66%	9.80%	4.55%	5.57%	5.62%	12.35%	14.85%	14.28%
华夏	0.00%	0.00%	26.52%	0.00%	4.00%	4.04%	0.00%	6.32%	6.21%	0.00%	5.48%	6.75%	0.00%	8.43%	7.68%
中行	24.80%	23.18%	21.21%	8.67%	8.78%	9.99%	8.96%	8.68%	8.63%	1.60%	1.59%	1.51%	18.79%	20.26%	19.06%
建行	17.76%	17.26%	17.94%	4.77%	5.86%	5.96%	10.52%	10.28%	9.42%	3.36%	3.15%	3.11%	16.69%	16.58%	16.51%
交行	26.05%	0.00%	25.62%	8.87%	8.89%	10.32%	7.14%	7.07%	6.38%	3.89%	4.42%	4.14%	9.55%	10.23%	9.79%
工行	18.52%	18.12%	18.17%	7.03%	9.06%	9.77%	6.34%	7.46%	8.73%	1.38%	1.29%	1.40%	11.30%	13.17%	13.50%
兴业	17.12%	16.99%	17.83%	13.16%	11.59%	11.07%	16.64%	14.01%	14.29%	3.67%	2.84%	3.20%	16.93%	27.54%	26.32%
深发展	25.60%	24.98%	25.28%	15.10%	11.86%	12.96%	6.99%	6.50%	6.78%	4.00%	3.31%	4.16%	14.47%	24.35%	25.60%
中信	23.43%	25.30%	25.12%	13.57%	13.41%	12.89%	6.22%	7.27%	7.98%	5.04%	3.87%	3.63%	7.87%	10.59%	10.23%
北京行	11.15%	11.84%	13.42%	5.53%	6.52%	6.76%	13.84%	14.26%	11.96%	5.53%	6.52%	6.76%	0.00%	7.78%	7.64%
南京行	11.98%	16.36%	16.92%	16.72%	16.25%	16.14%	9.06%	7.61%	10.07%	3.86%	3.95%	3.10%	9.78%	11.70%	10.10%
宁波行	39.87%	37.35%	40.17%	11.84%	13.14%	16.01%	6.36%	4.55%	3.57%	2.11%	1.81%	2.35%	24.75%	28.56%	16.87%

来源：公司数据、国金证券研究所

- ◆ 从不良贷款结构来看，公司不良贷款中主要由次级类贷款构成，损失类贷款占比非常低。不良贷款的结构较好，同时关注类贷款占比也较低。

图表14：上市银行不良贷款结构

	不良率			不良贷款中次级类占比			不良贷款中可疑类占比			不良贷款中损失类占比			关注类贷款占比		
	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08	2006	2007	1H08
招行	2.12%	1.54%	1.25%	27.84%	18.38%	21.18%	42.41%	43.41%	34.17%	29.75%	38.21%	44.65%	2.03%	2.13%	1.74%
民生	1.25%	1.22%	1.21%	38.48%	33.84%	41.59%	35.42%	40.40%	40.18%	26.10%	25.76%	18.23%	2.69%	1.38%	1.88%
浦发	1.83%	1.46%	1.22%	45.53%	36.84%	27.42%	35.83%	48.13%	40.51%	18.64%	15.03%	32.07%	2.77%	1.83%	1.57%
华夏	2.73%	2.25%	2.06%	48.73%	41.62%	41.36%	42.34%	42.29%	45.48%	8.93%	16.09%	13.17%	5.33%	6.98%	5.54%
中行	4.04%	3.12%	2.58%	40.10%	39.53%	37.42%	44.90%	46.05%	47.85%	15.00%	14.41%	14.74%	8.15%	5.09%	4.51%
建行	3.29%	2.60%	2.21%	31.00%	30.20%	35.75%	59.30%	56.54%	50.61%	9.70%	13.26%	13.64%	9.25%	6.95%	6.14%
交行	1.95%	2.05%	1.83%	46.35%	0.00%	48.04%	48.72%	0.00%	45.88%	4.93%	0.00%	6.08%	7.82%	0.00%	4.46%
工行	3.79%	2.74%	2.41%	48.46%	34.13%	35.68%	45.04%	55.51%	53.15%	6.50%	10.36%	11.17%	9.03%	5.72%	4.45%
兴业	1.53%	1.15%	1.04%	42.56%	52.51%	42.42%	48.19%	36.59%	46.96%	9.24%	10.91%	10.62%	2.25%	2.79%	2.92%
深发展	7.99%	5.62%	4.64%	47.35%	59.08%	53.18%	41.45%	36.12%	33.30%	11.20%	4.81%	13.52%	3.17%	0.91%	0.69%
中信	2.47%	1.48%	1.45%	15.14%	10.77%	18.29%	55.79%	83.43%	75.05%	29.07%	5.79%	6.66%	2.43%	2.06%	1.90%
北京行	3.58%	2.06%	1.74%	26.50%	22.90%	10.66%	20.08%	19.31%	26.18%	53.42%	57.79%	64.01%	3.06%	2.23%	2.50%
南京行	2.47%	1.84%	1.43%	15.14%	42.16%	41.68%	55.79%	38.46%	35.30%	29.07%	19.38%	23.02%	9.35%	6.86%	6.90%
宁波行	0.33%	0.36%	0.40%	23.14%	35.71%	43.79%	10.67%	11.82%	12.56%	66.20%	52.46%	43.65%	8.12%	5.98%	4.71%

来源：公司数据、国金证券研究所

- ◆ 09 年不良贷款余额上升，但不良率将保持稳定。受宏观环境影响，08 年 4 季度末不良余额有所上升，不良率实现下降。中小企业贷款中，主要是“展业通”业务，目前余额 150 亿左右，不良率 0.3%，不良率较 3 季度末上升，但仍处在较低水平。
- ◆ 由于公司拨备覆盖率不足 150%，因此 09 年的信贷成本将很大程度上取决于监管机构的拨备覆盖率要求。我们预计 09 年信贷成本在 1.0% 左右，相应的拨备覆盖率达到 140%-150%。

盈利预测与投资建议

盈利预测

■ 假设：

- ◆ 09/10 年生息资产增速 22.3%/20.7%，其中贷款增速 23.0%、20.0%；
- ◆ 09/10 年净息差 2.50%、2.40%；
- ◆ 09/10 年不良率 1.74%/2.16%，信贷成本 0.96%、1.30%；拨备覆盖率 143.5%、137.9%。
- ◆ 我们测算下来 09/10 年交行的营业收入仍有增长，因此假设成本收入比维持在 30.0%

■ 在此假设下：

- ◆ 预计 08-10EPS 分别是 0.58 元、0.60 元、0.62 元，09/10 年同比增长分别是 2.94%、3.69%。
- ◆ 预计 08-10BVPS 分别是 3.0 元、3.5 元、3.9 元。

图表15：交通银行盈利预测

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
YE 31 Dec (RMB 百万)						
利息收入	49,680	64,559	90,118	114,661	104,974	113,873
利息支出	(18,089)	(24,756)	(36,376)	(46,589)	(37,907)	(35,054)
净利息收入	31,591	39,803	53,742	68,072	67,068	78,819
手续费及佣金净收	2,109	3,021	7,188	9,519	11,710	14,145
其他收入	1,453	716	1,468	300	500	800
非利息净收入	3,562	3,737	8,656	9,819	12,210	14,945
营业收入	35,153	43,540	62,398	77,890	79,277	93,763
营业税金及附加	(2,109)	(2,564)	(3,688)	(4,557)	(4,238)	(4,622)
营业费用	(15,903)	(15,848)	(20,214)	(23,367)	(23,783)	(28,129)
营业支出	(18,012)	(18,412)	(23,902)	(27,924)	(28,021)	(32,751)
拨备前利润	17,141	25,128	38,496	49,966	51,256	61,012
拨备	(4,298)	(7,570)	(7,458)	(12,695)	(13,600)	(22,279)
税前利润	12,843	17,558	31,038	37,272	37,656	38,733
所得税	(3,600)	(5,018)	(10,397)	(8,743)	(8,287)	(8,281)
税率	28.03%	28.58%	33.50%	23.46%	22.01%	21.38%
少数股东权益		0	128			
税后利润	9,243	12,540	20,513	28,529	29,369	30,452
同比增长			63.58%	39.08%	2.94%	3.69%
Per share data						
股本，期末(mn)	45,804	45,804	48,994	48,994	48,994	48,994
每股拨备前利润	0.37	0.55	0.79	1.02	1.05	1.25
EPS(basic)	0.202	0.274	0.419	0.582	0.599	0.622
BVPS	1.631	1.976	2.620	3.039	3.459	3.894

来源：公司数据、国金证券研究所

投资建议

- 综合较低的估值水平与超预期的基本面表现，我们上调公司评级至“买入”
 - ◆ 估值水平较低：公司目前估值水平为 1.60x09PB/9.2x09PE，PB 估值低于行业平均水平 14%，PE 估值低于行业平均水平 20%。我们认为目前的估值水平相对于其长期 ROE 水平，以及业绩的确定性来说存在低估。
 - ◆ 基本面表现超出预期：1-2 月信贷增长超出预期（一般性贷款增速 22.9%，1-2 月已经完成 09 年目标的 48.9%），有望带动 1 季度业绩超出市场预期。
 - ◆ 综合上述两点，我们上调公司评级至“买入”。

图表16：上市银行估值水平

	评级	股价	货币	EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)	
		13-Mar-09		08E	09E	08E	09E	08E	09E	08E	09E	08E	09E
浦发银行	买入	18.19	CNY	2.21	2.18	8.23	8.33	7.00	8.74	2.60	2.08	31.58	24.98
南京银行	买入	11.60	CNY	0.84	0.88	13.86	13.14	5.95	6.50	1.95	1.79	14.07	13.59
兴业银行	买入	19.78	CNY	2.30	2.10	8.59	9.41	9.62	11.30	2.06	1.75	23.92	18.60
交通银行	买入	5.54	CNY	0.58	0.60	9.51	9.24	3.04	3.46	1.82	1.60	19.16	17.33
民生银行	买入	4.65	CNY	0.45	0.42	10.25	11.07	2.92	3.28	1.59	1.42	15.53	12.81
北京银行	买入	10.71	CNY	0.87	0.91	12.29	11.76	4.94	5.62	2.17	1.91	17.66	16.21
建设银行	买入	4.07	CNY	0.40	0.41	10.28	9.87	2.10	2.41	1.94	1.69	18.84	17.09
招商银行	买入	14.23	CNY	1.33	1.19	10.67	11.93	4.94	5.84	2.88	2.44	26.98	20.43
工商银行	持有	3.68	CNY	0.31	0.34	11.76	10.81	1.82	2.04	2.03	1.81	17.22	16.71
华夏银行	持有	9.16	CNY	0.66	0.62	13.84	14.80	5.43	5.89	1.69	1.55	12.20	10.50
中国银行	持有	3.38	CNY	0.29	0.31	11.85	10.85	1.87	2.09	1.80	1.62	15.22	14.90
中信银行	持有	4.54	CNY	0.32	0.32	14.23	14.06	2.39	2.64	1.90	1.72	13.32	12.25
深发展	持有	14.82	CNY	0.19	1.17	76.70	12.70	4.93	5.86	3.01	2.53	3.92	19.91
宁波银行	持有	8.77	CNY	0.54	0.54	16.35	16.26	3.55	3.87	2.47	2.27	15.13	13.94
Average						14.22	11.65			2.14	1.87	17.48	16.37

来源：公司数据、国金证券研究所

- 风险提示：量大而分散的小非可能持续抑制公司的股价表现。
 - ◆ 2008 年 5 月公司 132.4 亿股原始股、及战略配售股解禁，占到目前流通 A 股的 85%。我们预计这部分小非目前仅减持了 15% 左右。
 - ◆ 交行股权结构比较分散，单个股东持股比例低：前十大解禁股东包括首都机场（9.85 亿股），国家电网（4.51 亿股）、上海烟草（3.78 亿股）、云南红塔（3.47 亿股）、中国石化财务（3.04 亿）、华能资本（2.51 亿股）、大庆石油（2.33 亿）、中粮集团（1.96 亿股），剩余的 100 余亿股，单个股东持限售股比例均不足 1%。

图表17：交通银行财务数据

	2007	2008E	2009E	2010E		2007	2008E	2009E	2010E
估值					盈利模式				
PE(Target Price)	15.14	10.88	10.57	10.20	净利息收入/营业收入	86.13%	87.39%	84.60%	84.06%
PE(Current Price)	13.23	9.51	9.24	8.91	非净利息收入/营业收入	13.87%	12.61%	15.40%	15.94%
PB(TP)	2.42	2.09	1.83	1.63	中间业务收入/拨备前利润	18.67%	19.05%	22.85%	23.18%
PB(CP)	2.11	1.82	1.60	1.42	贷款利息收入/利息收入	71.89%	70.73%	73.83%	62.56%
EPS(basic)	0.42	0.58	0.60	0.62	债券利息收入/利息收入	16.96%	18.59%	16.64%	27.99%
EPS growth	52.93%	39.08%	2.94%	3.69%	同业往来/利息收入	10.42%	10.69%	9.53%	9.45%
BVPS	2.62	3.04	3.46	3.89	资产负债表				
BVPS growth	32.63%	15.99%	13.81%	12.58%	生息资产比例	94.41%	93.34%	93.54%	93.86%
增长率					贷款/生息资产	54.52%	52.64%	52.88%	52.14%
生息资产	18.19%	18.63%	22.27%	21.08%	债券/生息资产	24.49%	26.96%	30.65%	31.80%
贷款	19.49%	15.00%	23.00%	20.00%	同业资产/生息资产	20.99%	21.76%	17.76%	17.09%
计息负债	15.43%	20.47%	22.30%	21.46%	计息负债比例	97.38%	97.54%	97.36%	97.62%
存款	9.54%	20.00%	25.00%	23.00%	存款/计息负债	80.90%	80.58%	82.36%	83.41%
资产	22.34%	20.00%	22.01%	20.66%	同业融资/计息负债	17.18%	17.82%	16.76%	15.87%
营业收入	43.31%	24.83%	1.78%	18.27%	发行债券/计息负债	1.92%	1.60%	0.88%	0.73%
营业支出	29.82%	16.83%	0.35%	16.88%	存贷比	70.99%	68.03%	66.94%	65.31%
拨备前利润	53.20%	29.80%	2.58%	19.03%	贷款分类(%)				
净利润	63.58%	39.08%	2.94%	3.69%	企业贷款	81.53%	N.A.	N.A.	N.A.
盈利能力					制造业	26.91%	N.A.	N.A.	N.A.
生息资产收益 ²	4.83%	5.15%	4.01%	3.58%	房地产	7.07%	N.A.	N.A.	N.A.
计息负债成本 ²	2.06%	2.20%	1.47%	1.12%	个人贷款	15.62%	N.A.	N.A.	N.A.
利率差	3.93%	4.69%	3.51%	3.17%	按揭贷款	10.23%	N.A.	N.A.	N.A.
贷款收益率	5.46%	6.83%	4.86%	4.15%	贴现贷款	2.85%	N.A.	N.A.	N.A.
存款成本率	1.53%	2.14%	1.35%	0.98%	资产质量				
净边际利率	3.04%	3.26%	2.85%	2.71%	不良贷款	22,694	22,284	27,201	40,508
成本收入比率	38.31%	35.85%	35.35%	34.93%	不良贷款率	2.05%	1.75%	1.74%	2.16%
ROAE	18.74%	20.58%	18.45%	16.91%	不良贷款覆盖率	95.63%	134.15%	143.52%	137.94%
ROAA	1.07%	1.23%	1.05%	0.90%	信贷风险成本	0.74%	0.94%	0.96%	1.30%
资本充足率					特殊准备/不良贷款	61.74%	91.40%	100.44%	103.23%
加权风险资产	1,162,597	1,337,874	1,632,311	1,969,558	一般准备	7,690	9,526	11,717	14,060
核心资本充足 ²	10.34%	10.41%	9.13%	8.15%	市场描述				
资本充足率	14.44%	14.44%	12.43%	10.89%	营业机构	2,710	N.A.	N.A.	N.A.
加权风险资产 ²	0.55	0.53	0.53	0.53	员工人数	68,083	N.A.	N.A.	N.A.
权益乘数	16.39	16.95	18.17	19.48	CAMEL评级(10分)				
杜邦分析(与资产相比)					资本充足率	12.44	13.17	12.35	11.59
净利息收入	2.55%	2.70%	2.18%	2.12%	不良贷款率	14.44%	14.44%	12.43%	10.89%
非净利息收入	0.41%	0.39%	0.40%	0.40%	不良贷款覆盖率	2.05%	1.75%	1.74%	2.16%
营业收入	2.97%	3.09%	2.57%	2.52%	成本收入比	95.63%	134.15%	143.52%	137.94%
营业支出	-1.14%	-1.11%	-0.91%	-0.88%	ROAE	38.31%	35.85%	35.35%	34.93%
拨备前利润	1.83%	1.98%	1.66%	1.64%	中长期贷款比例	18.74%	20.58%	18.45%	16.91%
拨备	-0.35%	-0.50%	-0.44%	-0.60%	评价标准				
税前利润	1.48%	1.48%	1.22%	1.04%	C:	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
税收	-0.49%	-0.35%	-0.27%	-0.22%	A:	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
						3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
						90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
目标价格	6.34	6.34	6.34	6.34	M:	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
当前价格	5.54	5.54	5.54	5.54	E:	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
					L:	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

来源：公司数据、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	1	1	1	4
买入	0	0	1	1	14
持有	0	0	0	0	9
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.25	1.33	2.03

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2007-08-17	持有	11.90	13.26
2 2008-03-21	持有	10.01	N/A
3 2008-05-05	持有	10.32	N/A
4 2008-08-27	持有	7.34	N/A
5 2008-10-31	持有	4.33	N/A

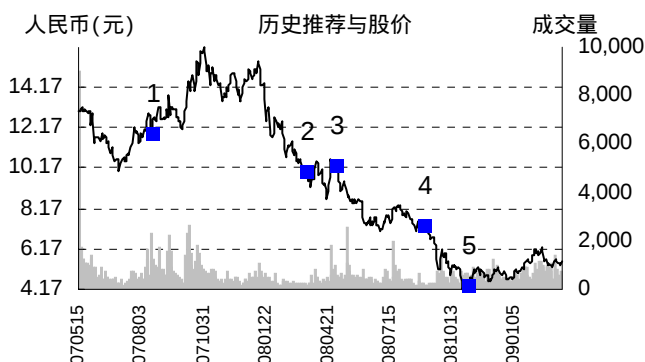
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=强买；1.01~2.0=买入；2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持；4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。