

2009-07-23

多元化银行

交通银行 601328.SH

# 应对交行战略潜力给予估值溢价

◇ 事件:

## ◆战略短板得到显著提升，发展的战略要素已经完整:

交通银行一直在推进零售业务与综合经营的战略转型。该行的战略优势一直比较突出，包括：（1）2636家网点，是招行的4倍，而零售业务对网点覆盖有高度依赖；（2）中央政策资源支持。交行在我国银行业改革中多次承担了“先行先试”的职能，相应地在中央政策资源支持上明显强于中小银行；（3）汇丰银行的资源支持。在中资银行中，交行与汇丰的合作可被视为典范，汇丰的业务和管理经验分享确实使交行受益良多；（4）较广泛的国际分支机构网络。

此前市场认为交行存在两大短板，即内部管理能力偏弱，以及与地方政府关系平平。近年来该行的管理效率有持续稳定的提升，而今年以来与地方政府关系更有显著提升。由此，发展的战略要素已经比较完整。

## ◆在“两个中心”建设中的角色已获地方政府有力支持:

以服务世博为契机，交行拉近与地方政府关系的不懈努力开始取得成果。7月3日，交行与上海市政府签署支持“两个中心”建设的战略合作协议。同时，交行已获得上海市未来第一高楼“上海中心”的银团贷款牵头行资格，并先后与多家上海本地大企业签署战略合作协议。

强化了与地方政府的关系之后，交行在上海“两个中心”建设中已经获得了一席之地“综合金融平台”地位。进一步结合“先行先试”的改革定位，交行在业务创新、综合经营等方面可能继续率先实现突破。

## ◆战略潜力应享有估值溢价，调高目标价至13.80元:

与地方政府关系的改善带来两个方面的战略优势：（1）经营方面将可获得更多的本地支持。交行所获“上海中心”银团贷款牵头行资格就是一个例证。（2）依托于“两个中心”建设，有望在业务创新和综合经营方面得到政策更有力的支持。与其他大银行相类似，交行正在积极谋求全金融牌照，而“两个中心”的政策支持将使其有望领先同业在此领域取得突破。

综上，我们认为若能进一步解决好内部管理的短板，交行的成长空间将大于招行。长期看好该行，给予其22倍2009PE，即13.8元目标价。

## 业绩预测和估值指标

|           | 2007   | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入（百万元） | 62,322 | 76,660 | 79,928 | 97,288 | 119,420 |
| 营业收入增长率   | 43.40% | 23.01% | 4.26%  | 21.72% | 22.75%  |
| 净利润（百万元）  | 20,641 | 28,520 | 30,351 | 37,703 | 47,317  |
| 净利润增长率    | 64.60% | 38.17% | 6.42%  | 24.23% | 25.50%  |
| EPS（元）    | 0.42   | 0.58   | 0.62   | 0.77   | 0.97    |
| ROE       | 15.98% | 19.57% | 18.28% | 19.53% | 21.01%  |
| P/E       | 25.2   | 18.2   | 17.1   | 13.8   | 11.0    |
| P/B       | 4.05   | 3.58   | 3.14   | 2.70   | 2.31    |
| P/PPOP    | 13.56  | 10.91  | 10.88  | 8.83   | 7.07    |

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

增持

|      |         |
|------|---------|
| 当前价格 | 10.60 元 |
| 目标价格 | 13.80 元 |
| 目标期限 | 6 个月    |

金麟

021-22169117

jinlin@ebsecn.com

沈维

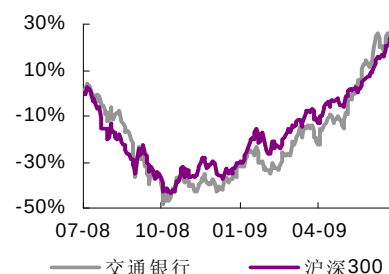
021-22169121

shenwei@ebsecn.com

## 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 总股本(百万股)      | 48,994     |
| 总市值(百万元)      | 306,215    |
| 流通比例(%)       | 32.56%     |
| 12个月最高/最低(元)  | 10.68/3.97 |
| 近3月日均成交量(百万股) | 81.73      |
| 主要股东          | 中华人民共和国财政部 |

## 股价表现(12个月)

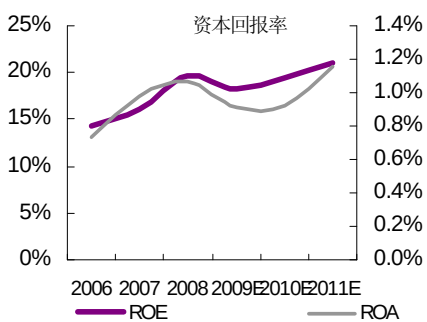
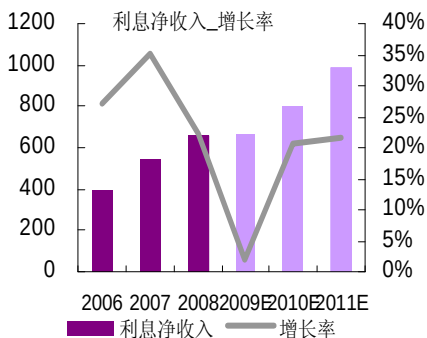
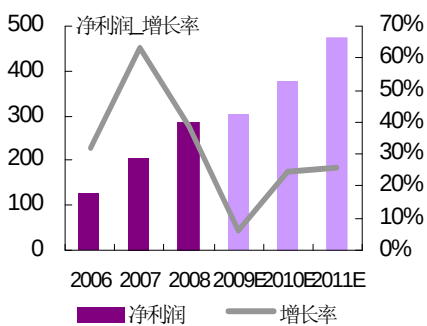
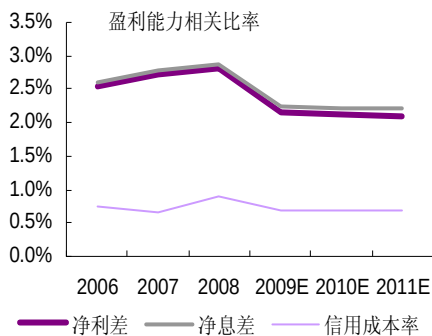


| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月  |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | -0.63 | 23.09 | 7.29  |
| 绝对收益 | 17.85 | 64.84 | 33.02 |

## 相关报告:

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 息差下降与不良稳定符合预期   | 2009-04-28 |
| 年报隐忧不损伤投资价值     | 2009-03-19 |
| 息差管理和风控能力优于行业平均 | 2008-10-30 |

## 财务报表及预测



| 利润表 (百万元) | 2007      | 2008      | 2009E     | 2010E     | 2011E     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 利息收入      | 90,118    | 116,880   | 123,763   | 149,733   | 182,547   |
| 利息支出      | 36,376    | 51,244    | 56,798    | 68,984    | 84,245    |
| 净利息收入     | 53,742    | 65,636    | 66,965    | 80,750    | 98,301    |
| 手续费和佣金净收入 | 7,188     | 8,837     | 11,175    | 14,571    | 18,956    |
| 营业收入      | 62,322    | 76,660    | 79,928    | 97,288    | 119,420   |
| 营业税金及附加   | 3,688     | 4,923     | 4,716     | 5,740     | 7,046     |
| 业务及管理费    | 20,214    | 24,028    | 27,382    | 32,595    | 38,824    |
| 资产减值损失    | 7,458     | 11,835    | 10,698    | 12,819    | 15,290    |
| 营业支出      | 31,472    | 40,877    | 42,895    | 51,263    | 61,281    |
| 营业利润      | 30,850    | 35,783    | 37,033    | 46,024    | 58,140    |
| 利润总额      | 31,038    | 35,818    | 37,073    | 46,071    | 58,193    |
| 所得税       | 10,397    | 7,298     | 6,723     | 8,367     | 10,876    |
| 净利润       | 20,641.00 | 28,520.00 | 30,350.75 | 37,703.35 | 47,316.69 |

| 资产负债表 (百万元)   | 2007      | 2008      | 2009E     | 2010E     | 2011E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 总资产           | 2,103,626 | 2,678,255 | 3,342,435 | 4,076,663 | 4,980,694 |
| 现金及存放央行       | 259,698   | 362,180   | 412,099   | 484,330   | 580,414   |
| 存放同业          | 36,367    | 115,739   | 150,461   | 195,599   | 254,279   |
| 拆出资金          | 47,946    | 89,539    | 116,401   | 151,321   | 196,717   |
| 买入返售金融资产      | 72,961    | 126,233   | 164,103   | 213,334   | 277,334   |
| 发放贷款和垫款       | 1,082,758 | 1,298,776 | 1,586,081 | 1,906,296 | 2,291,779 |
| 交易性金融资产       | 0         | 91,006    | 122,858   | 147,430   | 176,916   |
| 证券投资-可供出售金融资产 | 145,984   | 141,484   | 191,003   | 257,855   | 348,104   |
| 证券投资-持有至到期投资  | 326,953   | 367,878   | 496,635   | 595,962   | 703,236   |
| 总负债           | 1,974,829 | 2,532,613 | 3,176,477 | 3,883,679 | 4,755,528 |
| 同业及其他金融机构存放   | 263,730   | 483,075   | 627,998   | 816,397   | 1,061,316 |
| 拆入资金          | 38,863    | 51,563    | 67,032    | 87,141    | 113,284   |
| 交易性金融负债       | 6,709     | 4,338     | 5,639     | 7,331     | 9,531     |
| 卖出回购          | 27,721    | 34,815    | 45,260    | 58,837    | 76,489    |
| 客户存款          | 1,555,809 | 1,865,815 | 2,322,184 | 2,786,621 | 3,343,946 |
| 股东权益          | 128,379   | 145,209   | 165,510   | 192,519   | 224,685   |
| 股本            | 48,994    | 48,994    | 48,994    | 48,994    | 48,994    |
| 资本公积          | 45,959    | 47,147    | 47,147    | 47,147    | 47,147    |
| 盈余公积          | 4,739     | 16,080    | 16,080    | 16,080    | 16,080    |
| 未分配利润         | 18,612    | 21,508    | 41,809    | 68,818    | 100,984   |
| 少数股东权益        | 418       | 433       | 449       | 465       | 481       |

资料来源：光大证券、上市公司

|                   | 2007    | 2008   | 2009E   | 2010E  | 2011E  |
|-------------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| <b>成长性 (%YoY)</b> |         |        |         |        |        |
| 收入增长率             | 43.40%  | 23.01% | 4.26%   | 21.72% | 22.75% |
| 净利润增长率            | 64.60%  | 38.17% | 6.42%   | 24.23% | 25.50% |
| 税前利润增长率           | 76.77%  | 15.40% | 260.67% | 24.27% | 26.31% |
| 拨备前利润增长率          | 53.71%  | 24.30% | 294.80% | 23.28% | 24.79% |
| EPS 增长率           | 193.56% | 38.17% | 6.42%   | 24.23% | 25.50% |
| <b>估值指标</b>       |         |        |         |        |        |
| PE                | 25.2    | 18.2   | 17.1    | 13.8   | 11.0   |
| PB                | 4.05    | 3.58   | 3.14    | 2.70   | 2.31   |
| EV/EBITDA         | 17.9    | 15.4   | 14.3    | 10.9   | 8.6    |
| EV/EBIT           | 17.9    | 15.4   | 14.3    | 11.6   | 9.1    |
| EV/NOPLAT         | 32.7    | 20.0   | 18.2    | 14.2   | 11.2   |
| EV/Sales          | 8.9     | 7.2    | 6.6     | 5.5    | 4.4    |
| EV/IC             | 4.51    | 3.42   | 3.02    | 2.56   | 2.22   |
| <b>盈利能力 (%)</b>   |         |        |         |        |        |
| 净利差率              | 2.71%   | 2.80%  | 2.16%   | 2.12%  | 2.11%  |
| 净利息收益率            | 2.78%   | 2.88%  | 2.25%   | 2.22%  | 2.21%  |
| 成本收入比             | 32.43%  | 31.34% | 26.71%  | 33.50% | 32.51% |
| 拨备前利润率            | 61.47%  | 62.12% | 59.72%  | 60.48% | 61.49% |
| 税前净利润率            | 49.80%  | 46.72% | 46.38%  | 47.36% | 48.73% |
| 税后净利润率            | 33.12%  | 37.20% | 37.97%  | 38.75% | 39.62% |
| ROA               | 0.98%   | 1.06%  | 0.91%   | 0.92%  | 1.16%  |
| ROE               | 15.98%  | 19.57% | 18.28%  | 19.53% | 21.01% |
| <b>偿债能力</b>       |         |        |         |        |        |
| 超额准备金率            | 0.03    | 0.05   | 0.03    | 0.03   | 0.03   |
| 核心资本充足率           | 10.27%  | 9.54%  | 4.15%   | 4.76%  | 5.27%  |
| 资本充足率             | 0.14    | 0.13   | 0.07    | 0.07   | 0.07   |
| 拨备覆盖率             | 0.96    | 1.17   | 1.40    | 1.20   | 1.19   |
| <b>每股指标</b>       |         |        |         |        |        |
| EPS               | 0.42    | 0.58   | 0.62    | 0.77   | 0.97   |
| 每股红利              | 0.10    | 0.25   | 0.20    | 0.22   | 0.31   |
| 每股经营现金流           | 0.43    | 0.00   | 5.33    | 4.72   | 5.87   |
| 每股净资产             | 2.62    | 2.96   | 3.38    | 3.93   | 4.59   |
| 每股销售收入            | 1.27    | 1.56   | 1.63    | 1.99   | 2.44   |
| 每股税前利润            | 0.63    | 0.73   | 0.76    | 0.94   | 1.19   |

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师介绍

金麟：2002年毕业于西安交通大学，并获金融学硕士。毕业后就职于交通银行，从事发展研究工作。2007年11月加盟光大证券研究所，现为银行业研究员。

沈维：光大证券银行业分析师，CFA Charter Pending Candidate，曾就职于毕马威华振会计师事务所(KPMG)。

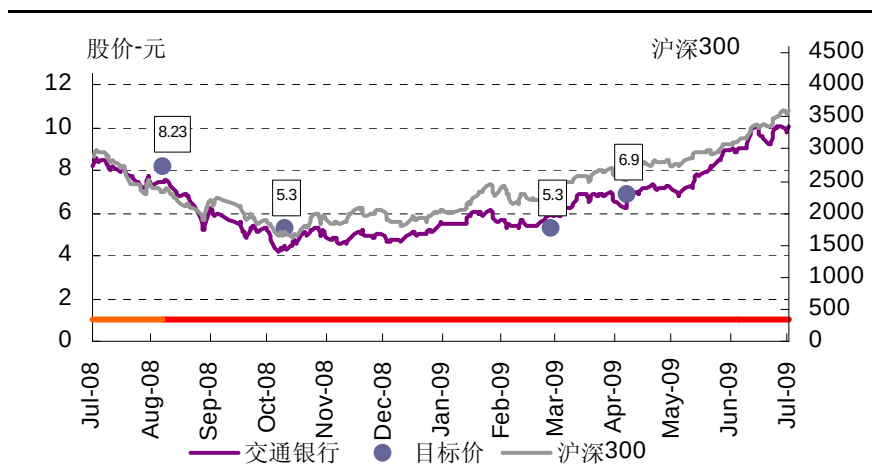
## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资建议历史表现图

交通银行（601328）

分析师：金麟



| 日期         | 股价    | 目标    | 评级 |
|------------|-------|-------|----|
| 2008-04-29 | 10.40 | 13.00 | 中性 |
| 2008-05-06 | 10.75 | 13.00 | 中性 |
| 2008-08-27 | 7.48  | 8.23  | 增持 |
| 2008-10-30 | 4.31  | 5.30  | 增持 |
| 2009-03-19 | 5.54  | 5.30  | 增持 |
| 2009-04-28 | 6.28  | 6.90  | 增持 |

|    |    |    |
|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 中性 |
| 减持 | 卖出 |    |

资料来源：光大证券研究所

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；  
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。  
 市场基准指数为沪深 300 指数。

## 特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040  
总机：021-22169999

## 光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040  
总机：021-22169999 传真：021-22169114

| 销售小组 | 姓名  | 办公电话              | 手机          | 电子邮件              |
|------|-----|-------------------|-------------|-------------------|
| 北京   |     |                   |             |                   |
|      | 李大志 | 010-68561122-1717 | 13810794466 | lidz@ebscn.com    |
|      | 郝辉  | 010-68561722      | 13511017986 | haohui@ebscn.com  |
|      | 孙威  | 010-68561122-1779 | 13701026120 | sunwei@ebscn.com  |
|      | 吴江  | 010-68561122-1732 | 13718402651 | wujiang@ebscn.com |
| 上海   |     |                   |             |                   |
|      | 戴茂戎 | 021-22169999-9086 | 13585757755 | daimr@ebscn.com   |
|      | 王莉本 | 021-22169999-9083 | 13641659577 | wanglb@ebscn.com  |
|      | 杨日昕 | 021-22169999-9082 | 13817003122 | yangrx@ebscn.com  |
| 深圳   |     |                   |             |                   |
|      | 王汗青 | 0755-83024403     | 13501136670 | wanghq@ebscn.com  |
|      | 黎晓宇 | 0755-83024434     | 13823771340 | lixyl@ebscn.com   |
|      | 黄鹂华 | 0755-83024396     | 13802266623 | huanglh@ebscn.com |
| QFII |     |                   |             |                   |
|      | 濮维娜 | 021-62152373      | 13301619955 | puwn@ebscn.com    |
|      | 陶奕  | 021-62152393      | 13788947019 | taoyi@ebscn.com   |
|      | 满国强 | 021-62152393      | 15821755866 | mangq@ebscn.com   |

## 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。