

增 持 维持

交通银行（601328）

2009 年 11 月 25 日

拨备覆盖问题年内解决助推明年实现高增长

11 月 24 日收盘价 8.89 元，给予 6 个月目标价 10.0 元

金融行业分析师：范坤祥

fankx@htsec.com

021-23219382

金融行业分析师：余闰华

shemh@htsec.com

021-23219390

我们的观点：

公司基本面符合我们的预期，明年仍将是保持高于行业的规模增速，息差也将逐步提升。今年以来一直压抑公司股价的拨备覆盖率问题将在 4 季度得到彻底解决，公司打算提高覆盖水平以满足监管层要求。尽管今年的拨备提高压力较大，但高信贷成本将给明年的业绩形成缓冲。我们预计 2009 年交行业绩增速可能略低于同业，但明年有望实现接近 30% 的增长。一方面是基数原因，另外也有直接受益世博的影响。从 3 季度末的核心资本充足率看，距监管层的要求空间也不是很大，加之巴塞尔 II 的试点实施也会对交行的资本水平带来压力，我们估计公司融资需求还是较为迫切的。

我们预计 2009-2011 年公司的 EPS 分别为 0.60 元、0.76 元和 0.94 元，BVPS 分别为 3.34 元、3.89 元和 4.53 元。不考虑融资的话，公司 2010 年 RoE 有望达 21% 以上，在上市银行中居于中上水平，但 PE 仅 11.6x，明显低于大多数同业。估值具有一定吸引力，我们维持“增持”的投资评级和 10 元的目标价。

规模增长和息差走势：

交行认为，目前还很难说世界经济已经走出了阴影。市场预计美国宏观经济呈“U 型”，欧洲呈“L 型”，中国和其他部分新兴市场国家将走出“V 型”。目前只能说我们走出了底部，未来经济保增长仍然是主要任务，保增长还是头等大事。因此，央行应该不会过早的实施偏紧的货币政策，市场上的普遍预期加息还是出现在下半年。中国城镇化进程仍将持续，因此宏观经济发展的空间还是比较大的。交行研究部门预测明年全行业的新增贷款在 8-9 万亿，增速较今年略微放缓。

目前交行 2010 年的信贷投放规划还没有做完，公司还没有对明年规模增长的具体计划。但是无论从信贷需求上还是项目储备上，都可以保证 2010 年有一个不错的增速。

先从需求上看，（1）国家保增长的政策会继续实施，中长期基建项目贷款需求还在持续；（2）长三角一带明显感觉信贷需求逐步提高了，制造业的需求也逐步起来了。私人投资方面，对流动资金贷款的需求明显上升。再来看项目储备情况，交行在授信额度方面仍然有较大的余地，对于房地产开发和建筑类的优质项目，交行在大力储备；在贸易融资领域，交行也在大力储备和持续观察。明年银行将关注贷款提用率的提高，而不会像今年一样扎堆在基础设施建设领域。

交行今年的负债业务增长还是不错的，只是在今年初 4 万亿影响下，贷款增长较快，进而使得存贷比略有提高。目前交行的存贷比相比同业依然较低，离 75% 还有一定空间。未来我们的存贷比还是会比较平稳，我们会严格按照监管层要求控制在 75% 以内。

交行预计息差逐步走出底部。尽管短期息差快速回升到 3% 以上难度比较大，但会逐步回升。驱动因素方面，存款活期化，积极发展结算类的业务，发展中小企业贷款增强议价能力等等都是重要的举措。我们预计，4 季度交行的单季度息差仍会保持升势，幅度大约 10 个 bp 左右，拉动 2009 年全年的息差水平较 1-3Q2009 提高 5 个 bp 上下。

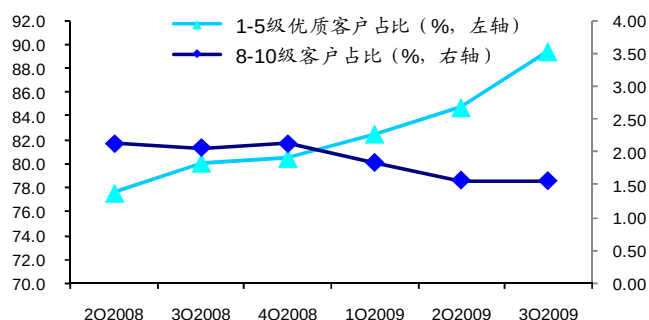
表 1 交通银行单季度息差水平（%）

	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009
盈利资产生息率	5.05	5.14	5.07	5.26	4.72	3.92	3.57	3.67	3.45
付息负债成本率	2.10	2.16	2.28	2.48	2.35	1.98	1.72	1.63	1.30
净利率边际 NIM	3.08	3.10	2.91	2.89	2.48	2.06	1.94	2.14	2.21
净利率 Spread	2.95	2.98	2.79	2.77	2.37	1.94	1.84	2.05	2.14

注：我们使用期初期末余额计算

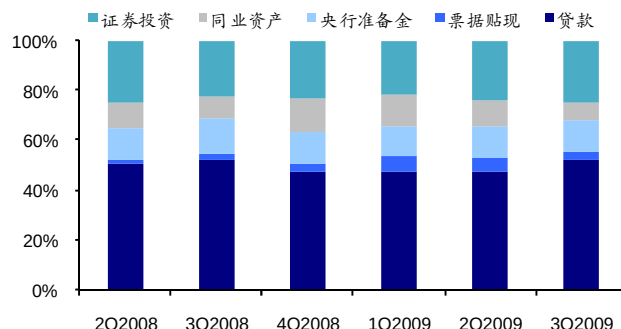
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 1 近期交通银行对公贷款客户结构



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 近期交通银行生息资产结构变化



资料来源：公司公告，海通证券研究所

（海通的观点：由于 3 季度交行的票据贴现占比已有大幅压缩，未来息差进一步提升的空间更多来自存款活期化和贷款议价能力的提高。从 3 季度末的数据来看，今年前三个季度一至五级客户占比持续提升，目前交行的议价能力可能并没有大幅的提高，但未来交行会加大中小企业贷款的发展力度。我们认为，这将是公司未来长期持续改善息差的主要动力。）

资产质量和拨备政策：

关于市场普遍关注的拨备覆盖率低于同业的问题，交行指出三点：

首先，国际会计准则和监管要求是有矛盾的。监管层希望银行加大拨备力度，以丰补歉，但一刀切式的拨备覆盖率要求并不合理。此外，大额计提拨备在国际会计准则下会被指责为调控利润。

其次，交行年末会达到监管层的要求，拨备覆盖率会提高到 150% 以上。

再次，达到拨备覆盖率目标，交行会兼顾分子和分母政策，包括加大核销、现金催收力度等等。如果还有缺口，交行会增加一部分拨备，增加的也主要是组合拨备，因为我们的逐笔拨备已经计提非常谨慎。

今年交行的不良清收工作效果突出，前 3 季度回收了 78 亿，希望 4 季度回收 30 亿左右，这对我们控制不良余额有很大的帮助。4 季度交行也有核销的打算，财政部批准可核销的贷款口径，和损失类贷款并不完全一致。

资本充足率相关：

交行董事会已经通过了中长期的资本发展规划，资本补充主要来源于三个方面，主要依靠内生积累，适当考虑外部补充，第三是大力发展中间业务。对于外部的资本补充问题，目前还没有具体的方案。公司认为长期合理的核心资本充足率水平应该在 8% 以上。

交行作为第一批实施巴塞尔 II 的试点公司，正在进行各项准备工作，已经完成了两次定量测算。从目前的情况来看，如果实施了巴塞尔 II，交行资本充足率会略下降一点，因为分母增加了操作风险和市场风险。分业务板块来看，对公业务的资本充足率会下降一些，而零售则上升一些，对公下降的原因在于系统中部分假设偏谨慎。

（海通观点：由于公司 3 季度核心资本充足率降幅较多，季末仅有 8.08%，距离监管部门 7% 的要求空间已经不大。因此我们认为公司融资的需求还是较为迫切的，但公司管理层将会兼顾资本发展规划和市场承受能力选择比较合适的时机和方式。巴塞尔 II 的试点实施，对公司的资本充足率而言又增加了一方面的不确定性。）

对于这个问题，交行自身从分母策略方面还有一定的改善空间，主要是指资产的结构调整，包括客户结构、行业结构和地区结构的调整。例如，我们可以继续大力减退高资本消耗行业（两高一资和房地产行业）的信贷支持。但银行的发展不光只考虑资本问题，我们还需要首先服从银行的长期发展战略。另外，因为我们测试模型的参数设定比监管层要求更加审慎，在模型内部的参数调整上还有一定的空间。

发展战略：

交行认为，明年的最大挑战还是在贷款高速增长中，如何保证银行的资产质量。原因在于：宏观经济虽然有企稳迹象，但是明年会出现很多“调结构”的问题。换句话说，一方面是贷款被调出的行业，不良贷款的压力会增加；另一方面，如今企业之间经济的联动性增强，部分行业的资产质量压力会沿产业链传导。但我们认为，这些不良的形成都是预期之内的。我们不认为会出现大量的预期外的不良；明年对不良余额目标交行不提“双降”，保期望持不良贷款稳中向好，对此我们是有信心的。信贷成本估计有望继续维持在 0.5% 到 0.6% 之间。

交行对资产质量的信心在于：（1）经济将保持较快增长；（2）交行从股份制改革以来已经走过了一个经济周期，历史数据证明资产质量是有保证的，（3）公司目前细致的做了大量风险管控工作。

谈到长期发展战略，交行还是希望按照国际化、综合化和财富管理三位一体的发展。国际化战略主要落脚于逐步开设海外网点；交行是国内综合化经营做的较好的银行，目前拥有了除证券外的其他所有牌照。未来在国内的网点扩张思路，交行除去适当兼顾社会责任，更多是考虑盈利能力和可持续性。

房贷政策：

房贷政策需要区分开发贷和住房按揭。住房按揭方面，交行认为国内的按揭贷款是风险可控的，加上低资本消耗，风险调整后收益率依然较高，未来仍是交行鼓励发展一个领域。

开发贷方面，明后年地产商的需求依然很大。某些项目如果具备了以下特征更容易隐含风险，比如说（1）开发商本身的资质欠佳；（2）缺乏相应的资本金；（3）违规操作，出现挪用资金。因此总体认为，如果开发商诚实守信，加上交行良好的风险管控，应该不会出什么大问题。交行目前开发贷占比较低，希望开发贷的目标在 9% 左右。

近期交行个人房贷可能有所微调，主要原因还是在于今年全年任务基本完成，年初基本都给个人房贷利率打 7 折优惠，这其实很大程度上是行业竞争的结果。

附表一：财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	15.32	14.83	11.64	9.43
P/B	2.99	2.66	2.28	1.96
P/PPoP	9.14	8.46	6.60	5.80
市值/总资产(A股)	16.26%	12.95%	10.94%	9.42%
股息收益率(税后)	2.02%	2.12%	3.09%	3.82%

每股指标（元）	2008	2009E	2010E	2011E
EPS	0.58	0.60	0.76	0.94
BVPS	2.97	3.34	3.89	4.53
PPoPPS	0.97	1.05	1.35	1.53
DPS	0.20	0.21	0.31	0.38

盈利驱动	2008	2009E	2010E	2011E
存款增长	19.93%	30.67%	19.86%	16.67%
贷款增长	20.29%	39.03%	19.72%	16.26%
存贷比	67.47%	68.19%	71.13%	71.64%
盈利资产增长	27.26%	26.29%	18.75%	16.24%
贷款收益率	6.64%	4.84%	4.76%	4.74%
债券收益率	3.94%	3.15%	2.85%	2.66%
盈利资产生息率	5.02%	3.67%	3.55%	3.52%
存款成本率	2.16%	1.54%	1.33%	1.31%
付息负债付息率	2.32%	1.66%	1.37%	1.37%
净息差(NIM)	2.82%	2.11%	2.25%	2.23%
净利差(SPREAD)	2.70%	2.01%	2.18%	2.16%
非利息收入比重	14.38%	18.19%	18.03%	18.13%
费用收入比(含税)	37.88%	35.74%	36.26%	37.77%
拨备支出/平均贷款	0.96%	0.87%	0.91%	0.68%
有效所得税率	20.38%	20.48%	20.87%	21.13%

收入盈利增长	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入增长	22.13%	-0.56%	29.73%	16.41%
非利息收入增长	22.94%	31.32%	26.52%	21.42%
营业净收入增长	23.01%	4.06%	29.48%	16.55%
拨备前利润增长	23.79%	7.98%	28.31%	13.75%
净利润增长	38.56%	3.30%	27.46%	23.41%

资产盈利能力	2008	2009E	2010E	2011E
RoAE	20.79%	18.93%	21.82%	22.85%
RoAA	1.19%	0.94%	0.99%	1.04%
RoAA(拨备前)	1.99%	1.64%	1.74%	1.69%
RoRWA	2.24%	1.83%	1.83%	1.95%

资产质量	2008	2009E	2010E	2011E
不良资产率	1.92%	1.35%	1.36%	1.33%
拨备覆盖率	117.1%	153.4%	172.0%	182.7%
拨备余额/全部贷款	2.24%	2.07%	2.34%	2.43%

资本	2008	2009E	2010E	2011E
资本充足率	13.47%	11.23%	10.92%	11.13%
核心资本充足率	9.54%	8.58%	8.46%	8.74%
财务杠杆(倍)	18.39	20.55	20.87	20.81
风险加权资产比重	51.39%	56.30%	56.32%	54.67%

利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入	65,636	65,266	84,671	98,562
利息收入	116,880	113,812	133,861	155,938
利息支出	51,244	48,546	49,189	57,376
资产准备支出	11,835	14,448	18,671	16,475
拨备后净利息收入	53,801	50,817	66,000	82,087
手续费净收入	8,837	11,605	14,683	17,827
其他经营净收益	2,187	2,903	3,937	4,001
营业净收入	76,660	79,774	103,292	120,390
营业费用	29,042	28,510	37,454	45,472
营业外净收入	35	192	187	187
拨备前利润	47,653	51,456	66,024	75,105
总利润	35,818	37,008	47,353	58,630
所得税	7,298	7,580	9,881	12,387
少数股东利润	97	67	49	60
净利润	28,423	29,361	37,424	46,184

资产负债表（百万元）	4Q2008	4Q2009	4Q2010	4Q2011
现金及存放同业	127,248	134,562	151,220	172,949
央行准备金	350,671	401,567	464,852	530,496
拆放金融企业	215,772	224,790	255,742	291,004
贷款	1,328,590	1,847,080	2,211,351	2,570,945
贷款拨备	-29,814	-38,211	-51,776	-62,446
债券投资	622,648	732,156	883,207	1,045,206
固定资产	28,505	32,562	33,171	33,780
递延税款净额	4,147	6,470	9,177	11,218
其他资产	30,488	22,904	25,381	28,175
盈利资产	2,644,929	3,340,154	3,966,372	4,610,601
总资产	2,678,255	3,363,880	3,982,324	4,621,328
金融企业存放	573,791	702,634	805,982	921,470
存款	1,865,815	2,438,026	2,922,161	3,409,370
应付款项	53,007	34,560	38,374	43,466
发行债券	40,000	25,000	25,000	25,000
付息负债	2,479,606	3,165,660	3,753,143	4,355,841
总负债	2,532,613	3,200,220	3,791,517	4,399,307
实收资本	48,994	48,994	48,994	48,994
公积金	62,133	70,324	74,066	78,685
一般准备	12,574	18,265	21,366	24,546
未分配利润	21,508	25,543	45,847	69,263
少数股东权益	433	534	534	534
所有者权益	145,642	163,660	190,807	222,021

存贷款客户结构	4Q2008	4Q2009	4Q2010	4Q2011
个人贷款	15.43%	16.07%	17.37%	18.57%
企业贷款	84.57%	83.93%	82.63%	81.43%
票据贴现	5.25%	10.00%	6.00%	5.00%
储蓄存款	34.56%	34.14%	34.31%	34.60%
企业存款	65.44%	65.86%	65.69%	65.40%

网点与员工(个)	4Q2008	4Q2009	4Q2010	4Q2011
网点数量	2,636	2,741	2,824	2,852
员工数量	77,734	79,677	82,864	85,350

资料来源：公司公告，海通证券研究所

附表二：重点跟踪银行主要指标预测

		评级	EPS (元)			BVPS (元)			净利润 (亿元)			净利润增长(%)		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
601398	工商银行	增持	0.36	0.44	0.51	2.03	2.32	2.63	1197	1460	1698	8.1	22.0	16.3
601939	建设银行	增持	0.44	0.53	0.61	2.22	2.54	2.89	1027	1244	1434	10.9	21.1	15.3
601988	中国银行	中性	0.27	0.33	0.39	2.13	2.33	2.58	697	829	999	9.7	19.0	20.5
601328	交通银行	增持	0.60	0.76	0.94	3.34	3.89	4.53	294	374	462	3.3	27.5	23.4
600036	招商银行	增持	0.88	1.08	1.28	4.96	5.78	6.68	168	207	244	-20.3	23.2	17.8
601998	中信银行	增持	0.37	0.45	0.52	2.73	3.06	3.42	143	174	202	7.3	21.8	16.2
600016	民生银行	买入	0.55	0.63	0.83	4.02	4.57	5.30	125	143	187	58.4	14.7	30.4
600000	浦发银行	增持	1.55	1.91	2.34	7.72	8.97	10.46	137	168	207	9.2	23.1	23.0
601166	兴业银行	买入	2.45	2.83	3.43	11.76	15.99	18.72	123	159	192	7.7	29.3	21.2
600016	华夏银行	中性	0.71	0.79	0.90	6.01	6.66	7.36	35	39	45	15.0	11.7	14.1
000001	深发展	增持	1.28	1.54	1.92	8.34	9.89	11.50	47	57	71	667.7	20.8	24.6
601169	北京银行	增持	0.93	1.23	1.59	5.86	6.96	8.40	58	77	99	7.4	31.7	29.0
601009	南京银行	增持	0.86	1.11	1.42	6.56	7.24	8.05	16	20	26	9.0	28.9	27.0
002142	宁波银行	中性	0.58	0.75	1.05	3.90	4.37	5.04	15	19	26	9.5	29.1	39.1
		目标价	NIM(%)			Credit Cost(%)			ROAE(%)			ROAA(%)		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
601398	工商银行	6.50	2.2	2.3	2.4	0.6	0.8	0.6	18.7	20.2	20.6	1.1	1.1	1.2
601939	建设银行	7.70	2.4	2.6	2.6	0.8	0.9	0.9	20.4	22.5	22.7	1.2	1.2	1.2
601988	中国银行	4.80	2.0	2.1	2.2	0.7	0.8	0.7	13.5	14.4	15.6	0.9	0.9	0.9
601328	交通银行	10.00	2.1	2.2	2.2	0.9	0.9	0.7	18.9	21.8	22.8	0.9	1.0	1.0
600036	招商银行	19.50	2.2	2.3	2.4	0.4	0.6	0.6	19.6	19.7	20.0	0.9	0.9	0.9
601998	中信银行	7.20	2.5	2.6	2.6	0.4	0.6	0.6	14.2	15.5	16.2	1.0	1.0	1.0
600016	民生银行	9.30	2.4	2.6	2.7	0.6	0.7	0.6	19.4	14.6	16.6	1.0	0.8	0.9
600000	浦发银行	25.00	2.1	2.3	2.4	0.4	0.6	0.6	25.6	22.6	23.9	0.9	0.9	0.9
601166	兴业银行	44.00	2.3	2.4	2.4	0.3	0.5	0.5	22.8	21.0	19.9	1.0	1.0	1.0
600016	华夏银行	12.20	2.0	2.0	2.1	0.7	0.8	0.7	12.4	12.3	12.7	0.4	0.4	0.4
000001	深发展	24.00	2.5	2.6	2.7	0.6	0.8	0.6	23.3	16.8	17.7	0.9	0.9	0.9
601169	北京银行	19.40	2.4	2.5	2.5	0.4	0.7	0.6	16.4	18.9	20.5	1.2	1.2	1.3
601009	南京银行	20.00	2.5	2.6	2.5	0.9	1.0	0.8	13.6	15.9	18.1	1.3	1.1	1.2
002142	宁波银行	12.78	2.9	3.2	3.2	0.7	0.8	0.6	15.8	17.9	21.8	1.1	1.1	1.2
		股价	P/E(x)			P/B(x)			P/A(%)			股息收益率(%)		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
601398	工商银行	5.32	14.8x	12.2x	10.5x	2.6x	2.3x	2.0x	15.6	13.6	12.0	2.3	3.2	3.7
601939	建设银行	6.10	13.9x	11.5x	9.9x	2.7x	2.4x	2.1x	15.7	13.6	12.0	3.3	4.0	5.1
601988	中国银行	4.25	15.5x	13.0x	10.8x	2.0x	1.8x	1.6x	12.3	10.5	9.3	2.4	3.2	3.8
601328	交通银行	8.89	14.8x	11.6x	9.4x	2.7x	2.3x	2.0x	12.6	10.6	9.1	2.1	3.1	3.8
600036	招商银行	17.89	20.4x	16.5x	14.0x	3.6x	3.1x	2.7x	17.0	13.7	11.4	1.3	1.9	2.2
601998	中信银行	6.62	18.1x	14.8x	12.8x	2.4x	2.2x	1.9x	16.3	13.8	11.8	1.5	2.2	2.5
600016	民生银行	8.19	14.8x	12.9x	9.9x	2.0x	1.8x	1.5x	12.5	10.3	8.7	0.9	1.0	1.7
600000	浦发银行	23.01	14.9x	12.1x	9.8x	3.0x	2.6x	2.2x	11.7	9.6	8.2	1.1	1.5	2.3
601166	兴业银行	39.68	16.2x	14.0x	11.6x	3.4x	2.5x	2.1x	14.9	13.5	11.4	1.4	1.6	2.3
600016	华夏银行	11.70	16.5x	14.8x	13.0x	1.9x	1.8x	1.6x	6.8	6.0	5.2	1.1	1.5	1.7
000001	深发展	25.15	19.7x	16.3x	13.1x	3.0x	2.5x	2.2x	15.4	12.9	11.1	0.0	1.1	1.7
601169	北京银行	18.66	20.0x	15.2x	11.8x	3.2x	2.7x	2.2x	20.5	16.6	13.7	0.8	0.8	1.0
601009	南京银行	18.23	21.1x	16.4x	12.9x	2.8x	2.5x	2.3x	22.2	17.7	14.3	2.1	3.0	3.8
002142	宁波银行	14.32	24.6x	19.0x	13.7x	3.7x	3.3x	2.8x	24.5	18.8	14.8	1.8	2.4	3.6
总市值加权平均			15.5x	12.7x	10.7x	2.6x	2.3x	2.0x						
1398	工商银行 H	6.04	16.8x	13.8x	11.9x	3.0x	2.6x	2.3x						
0939	建设银行 H	6.30	14.3x	11.8x	10.3x	2.8x	2.5x	2.2x						
3988	中国银行 H	4.07	14.8x	12.5x	10.3x	1.9x	1.7x	1.6x						
1328	交通银行 H	8.42	14.1x	11.0x	8.9x	2.5x	2.2x	1.9x						
3968	招商银行 H	19.16	21.8x	17.7x	15.0x	3.9x	3.3x	2.9x						
0998	中信银行 H	5.87	16.0x	13.2x	11.3x	2.2x	1.9x	1.7x						

信息披露

分析师负责的股票研究范围

范坤祥：金融行业分析师

余闰华：金融行业分析师

重点研究上市公司：工商银行、中国银行、建设银行、交通银行、招商银行、民生银行、浦发银行、兴业银行、宁波银行、南京银行、深发展、华夏银行、北京银行、中信银行。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通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。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。