

交通银行(601328)深度调研报告

——再融资不确定性逐步消除，估值修复进行中

金融/银行

推荐

维持评级

发布时间：2012 年 2 月 24 日

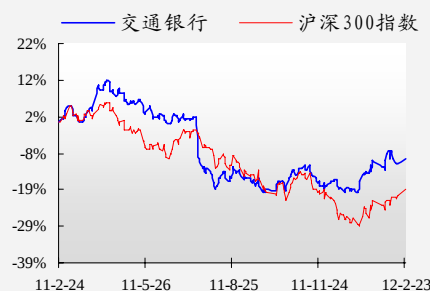
投资要点:

- 1 月份整体贷款增长形势低于市场预期，但是交通银行自身的增量与去年同期差别不大，在 260 亿元到 300 亿元之间，交通银行认为贷款目前增长缓慢主要还是由于存款形势的严峻；贷款需求相对还较为旺盛。
- 交通银行还将持续“有保有压”的信贷投放策略，在新增贷款上重点支持小企业贷款、个人消费贷款和中西部贷款，严格控制平台贷款、房地产开发贷款和两高一剩贷款的新增，从目前执行情况，零售贷款和小微贷款的新增量占新增贷款的比重依旧达到 50%左右。
- 平台贷款的情况看，截至 2011 年 9 月末，交通银行的平台贷款的余额在 2500 亿左右，预计 2011 年年末的情况比三季度末的情况还会有所下降，从到期的期限结构看，有 30%左右是 2012 年到期，有 35%左右是在 2013 年到 2016 年期间到期，有 35%左右是在 2017 年及之后到期，目前按照银监会要求清理的进度已经超过了 90%，目前的不良率稳定，并且长期低于 1%。
- 有关房地产贷款，特别是房地产开发贷款，交通银行的房地产开发贷款占整体贷款的比重只有 6.2%左右，是所有上市银行中最低的，而且对于房地产开放商实行名单式管理，从个人按揭贷款的情况看，目前交通银行的合同价未偿率只有 48%，而且还是按照历史价格计算，没有考虑到房价近些年的上涨。
- 2012 年净利润将维持 20%左右的增长速度，市净率估值低于四大行，但是净利润增速将高于四大行，安全边际明显，维持推荐评级。
- 风险提示：平台贷款和开发贷款质量演变超过我们预期、存款形势好转弱于我们预期。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010E	10,423,400	28.38	3,904,200	29.63	0.73	20.20	6.84	
2011E	12,673,100	21.00	5,066,346	29.76	0.82	19.03	6.09	
2012E	15,518,075	22.45	6,048,504	19.38	0.97	20.71	5.14	
2013E	18,233,738	17.50	7,076,750	17	1.13	20.64	4.42	

走势图



市场数据

2012-2-24

收盘价:	4.99 元
52 周最高价:	6.17 元
52 周最低价:	4.38 元
平均持仓成本:	5.13 元

基本数据

2011Q3

总股本 (万股):	6,188,561
流通 A 股 (万股):	3,270,905
每股收益 (元):	0.62
每股净资产 (元):	4.16
每股经营现金流 (元):	0.28
市净率:	1.20

分析师: 唐亚韞

执业证书编号: S0550511020010

TEL: (8621)20361165

FAX: (8621)20361159

Email: tangyy@nesc.cn

地 址: 上海市源深路 305 号

邮 编: 200135

一、公司概况

交通银行始建于1908年,1987年4月重新组建成立股份制商业银行,总部设在上海。2005年6月交通银行在港交所挂牌上市,2007年5月在上交所挂牌上市。

截至2011年6月30日,交通银行现有境内机构137家(含总部),其中省分行30家,直属分行7家,省辖行100家,在全国220多个城市设立2,642个营业网点。另设有11家境外机构,包括香港、纽约、东京、新加坡、首尔、法兰克福、澳门、胡志明分行,以及伦敦、悉尼和台北代表处。根据英国《银行家》杂志公布的2010年全球1,000家银行排名,交通银行一级资本排名位列第49位,连续第二年跻身全球银行50强,总资产在全球50强银行中排名第46位。

交通银行是中国主要金融服务供货商之一,业务范围涵盖了商业银行、证券、信托、金融租赁、基金管理、保险、离岸金融服务等,旗下全资子公司包括交银国际控股有限公司、中国交银保险有限公司和交银金融租赁有限责任公司,控股子公司包括交银施罗德基金管理有限公司、交银国际信托有限公司、交银康联人寿保险有限公司、大邑交银兴民村镇银行有限责任公司和浙江安吉交银村镇银行股份有限公司,此外,还是江苏常熟农村商业银行股份有限公司的第一大股东。

交通银行的长期发展战略是走国际化、综合化道路,建设以财富管理为特色的一流公众持股银行集团。

从交通银行目前的股权结构看,目前交通银行的大股东依旧是财政部和香港汇丰银行。截止2011年前三季度,交通银行前十大股东的情况见表1:

表1: 交通银行前十大股东一览

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
中华人民共和国财政部	16,413,353,049	26.52
香港中央结算(代理人)有限公司	13,558,162,017	21.91
香港上海汇丰银行有限公司	11,530,478,263	18.63
首都机场集团公司	1,246,591,087	2.01
英大国际控股集团有限公司	571,078,169	0.92
云南红塔集团有限公司	438,686,794	0.71
中国石化财务有限责任公司	375,461,733	0.61
上海海烟投资管理有限公司	368,584,978	0.6
中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 沪	311,515,986	0.5
中国航空工业集团公司	310,678,434	0.5
合 计	45,124,590,510	72.91

资料来源: WIND 资讯

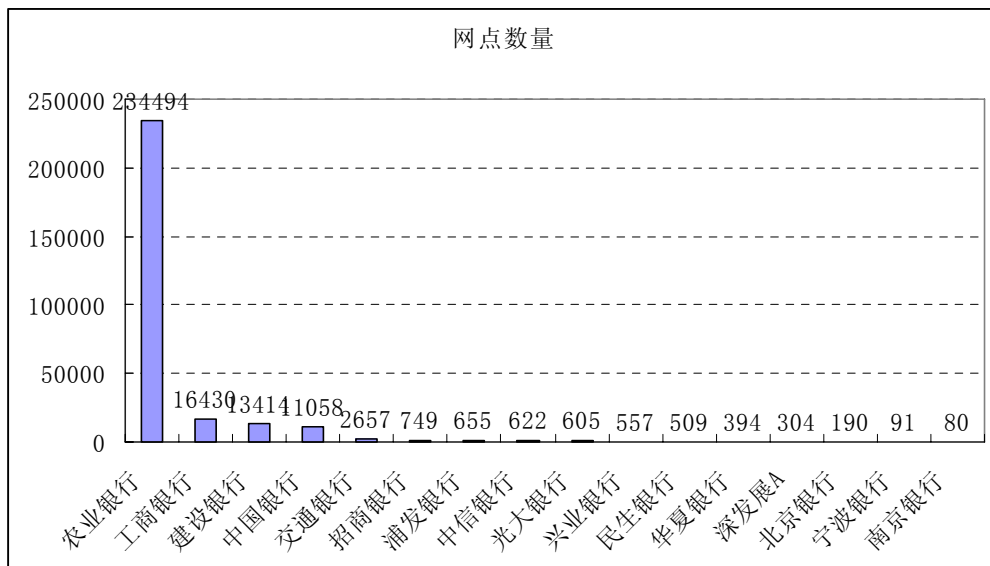
二、交通银行的网点情况及业务结构

相对于其他全国性股份制银行的以百家计算的网点数量，交通银行的网点数量仅仅次于工、农、中、建等全国性的股份制商业银行，位居国内银行业第五位，截至 2011 年年底，拥有 2642 个营业网点和 137 家境内机构，其网点数分布也比较平均，据交通银行 2010 年年报披露，截至 2010 年年底，交通银行的地市级城市覆盖率较上年提高 2.1 个百分点至 43%，百强县覆盖率较上年提高 15 个百分点至 75%。

除了营业网点之外，交通银行的另一个特大优势是与中国银行类似，基本上属于“全牌照”的金融控股公司；截至 2011 年 6 月 30 日，业务范围涵盖了商业银行、证券、信托、金融租赁、基金管理、保险、离岸金融服务等，旗下全资子公司包括交银国际控股有限公司、中国交银保险有限公司和交银金融租赁有限责任公司，控股子公司包括交银施罗德基金管理有限公司、交银国际信托有限公司、交银康联人寿保险有限公司、大邑交银兴民村镇银行有限责任公司和浙江安吉交银村镇银行股份有限公司，此外，还是江苏常熟农村商业银行股份有限公司的第一大股东，2011 年前三季度，交通银行还作为战略投资者筹备发起设立西藏银行，并设立新疆石河子交银村镇银行。

交通银行作为全国第五大银行和历史最悠久的银行，在国际化战略上也远远超过其他全国性股份制商业银行，截至 2011 年 6 月 30 日，交通银行设有 11 家境外机构，包括香港、纽约、东京、新加坡、首尔、法兰克福、澳门、胡志明分行，以及伦敦、悉尼和台北代表处，其中 2011 年其三季度新增的分行是胡志明分行，此外，截至 2011 年前三季度，旧金山分行获得美联储开业许可，英国子银行业务牌照已于 7 月末正式获得批准，悉尼分行申设进入终极审理阶段，预计截至 2011 年年底，交通银行的境外机构将增加到 13 家-14 家左右。

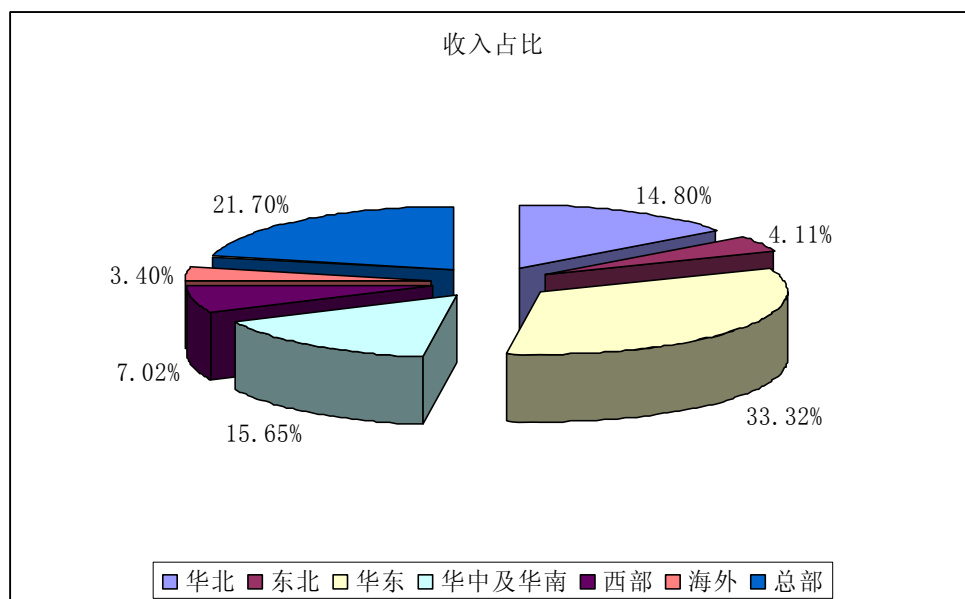
图 1：各家上市银行 10 年年底网点数量



资料来源：上市银行年报，东北证券

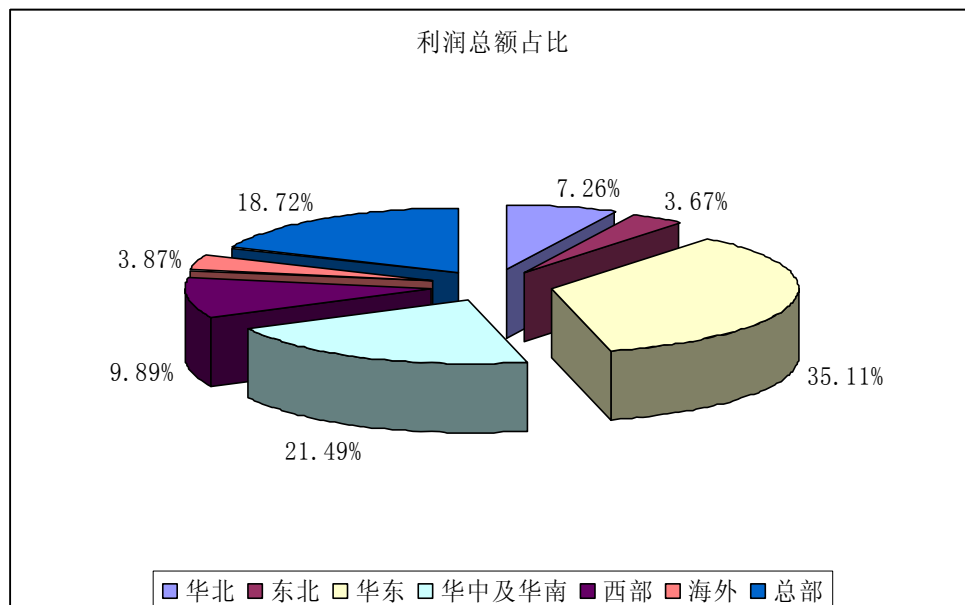
与交通银行网点结构对应的是其业务结构，截至 2011 年中期末（三季度季报银行没有公布具体的收入来源地区分布），交通银行的收入来源分布较为均衡，收入来源超过 10% 的有总行、华中及华南、华东和华北地区。具体参见图 2 和图 3：

图 2: 交通银行 2011 年中期营业收入地区占比



资料来源: 公司年报, 东北证券

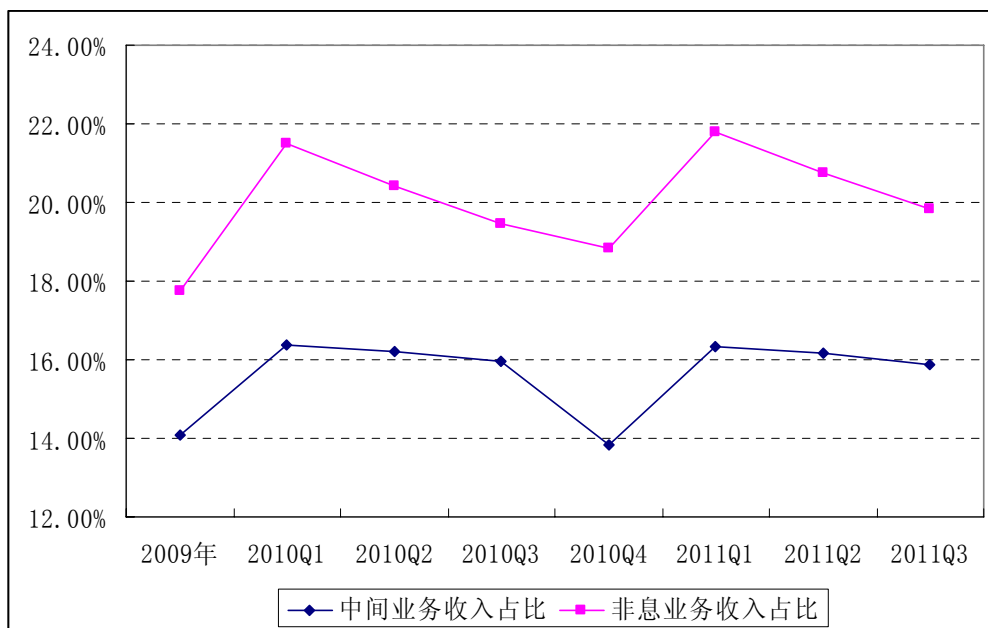
图 3: 交通银行 2011 年中期利润地区占比



资料来源: 公司年报, 东北证券

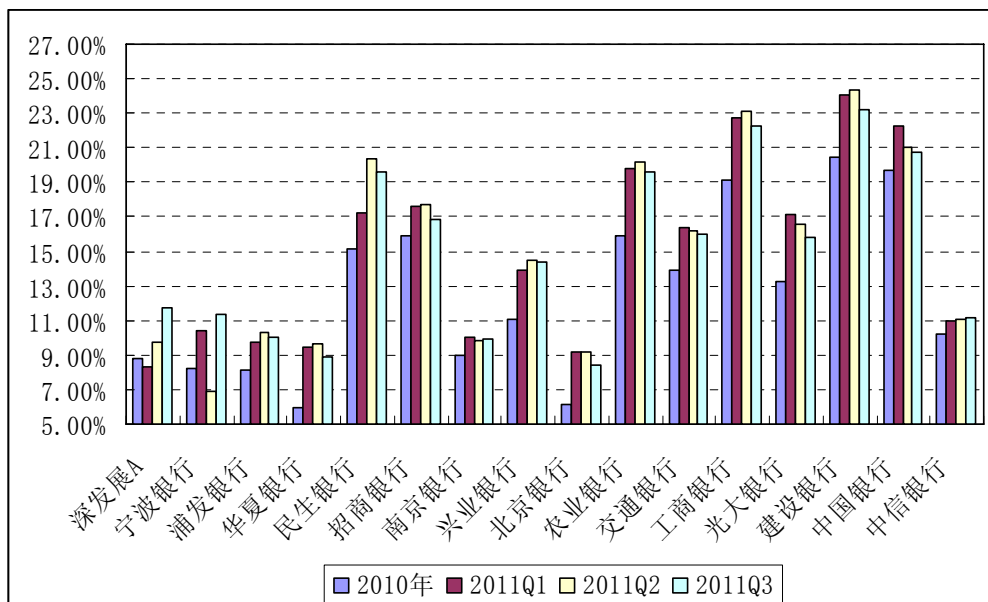
此外, 从营业收入的业务结构看, 交通银行与上市银行类似, 营业收入主要来自于净利息收入和非息业务收入, 分别来自于公司业务和零售业务, 无论是从中间业务收入的占比、非息业务收入的占比还是从零售银行收入和资产的占比情况看, 交通银行都与可比同业一样, 近几年占比不断提升, 而且其中间业务收入占比在可比同业中也处于较高的地位。仅仅低于工、农、中、建、民生银行和招商银行。

图 3: 交通银行近年来中间业务收入和非息业务收入占比情况



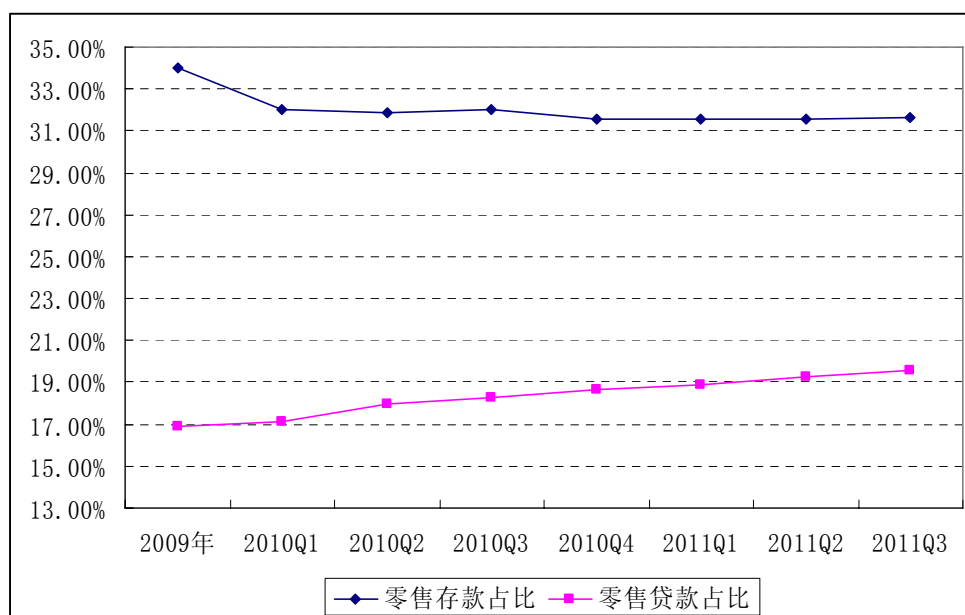
资料来源: 公司年报, 东北证券

图 4: 交通银行中间业务收入占比与上市银行中间业务收入占比比较



资料来源: 公司年报, 东北证券

图 5：交通银行近期零售业务占比



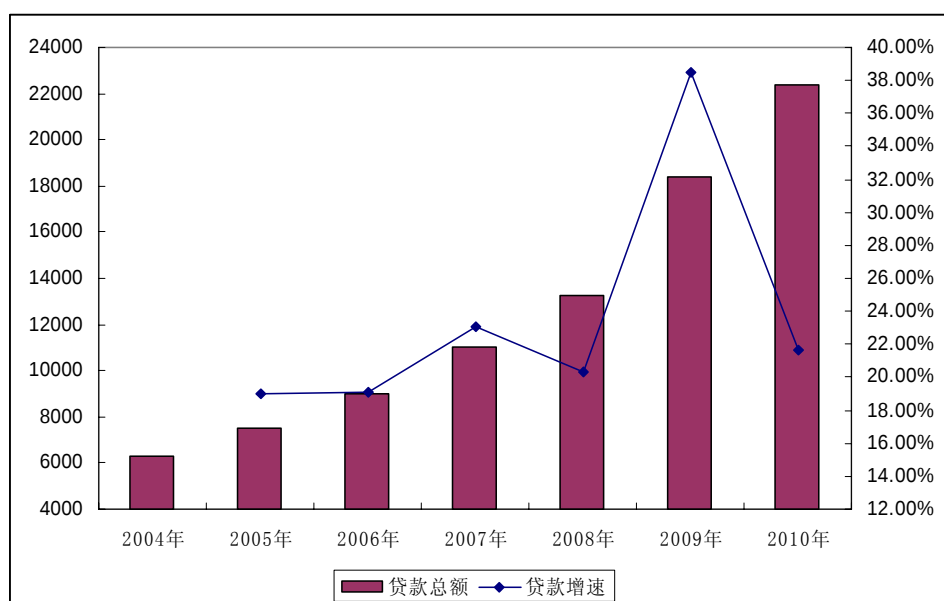
资料来源：公司报表，东北证券

三、交通银行近期经营情况分析

3.1 有关规模扩张

从近年来交通银行的贷款规模扩张情况看，整体交通银行贷款增速较为均衡，除了 2009 年受到整体宏观政策的影响贷款出现了超常投放，其余年度贷款增速均在 20% 左右波动。具体参见图 6：

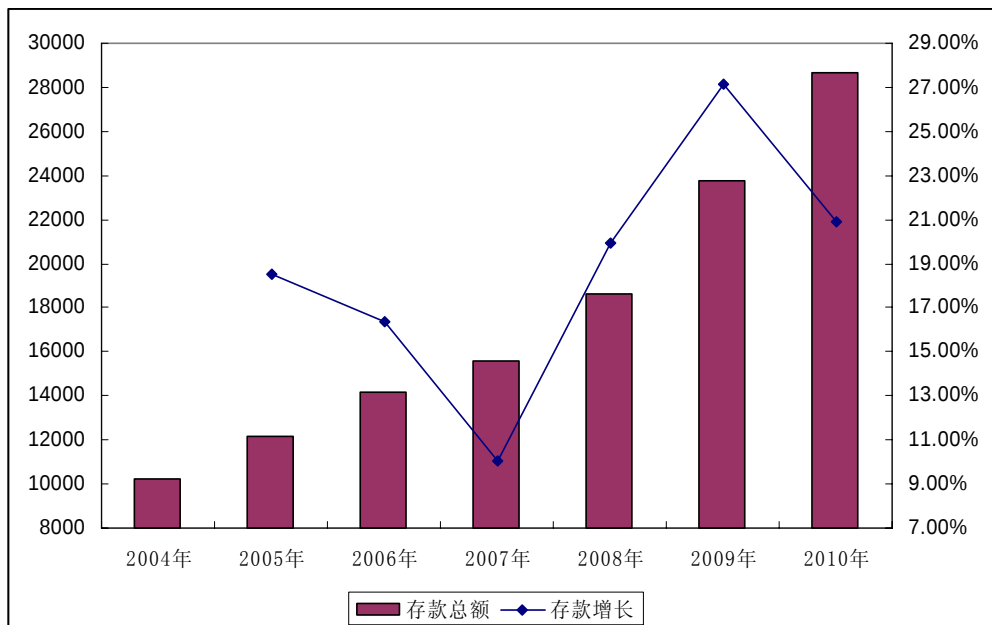
图 6：交通银行基本保持稳健平衡的贷款增速



资料来源：银行报表，东北证券

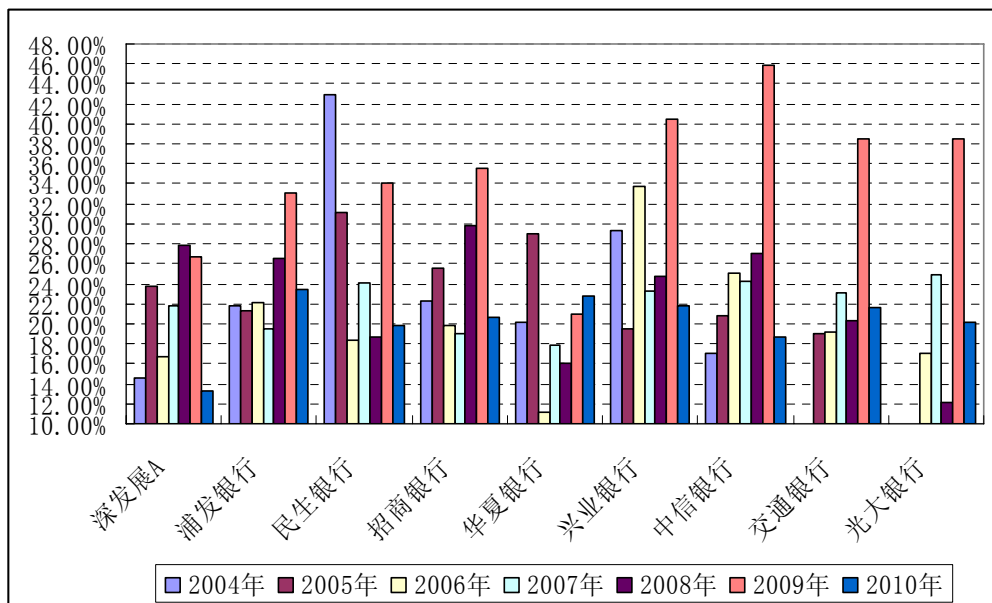
从近年来交通银行的存款规模看，与贷款的情况有所不同，交通银行存款增速相比波动较大，在 2007 年出现近期存款增长的低点，只有 10.06%，随后在 2008、2009 年由于贷款的高速增长导致存款也出现了高速的增长，2010 年以后随着金融深化、CPI 高涨等情况，与其他银行同业一样，交通银行整体的存款增速也出现下降。

图 7：交通银行近期存款增速



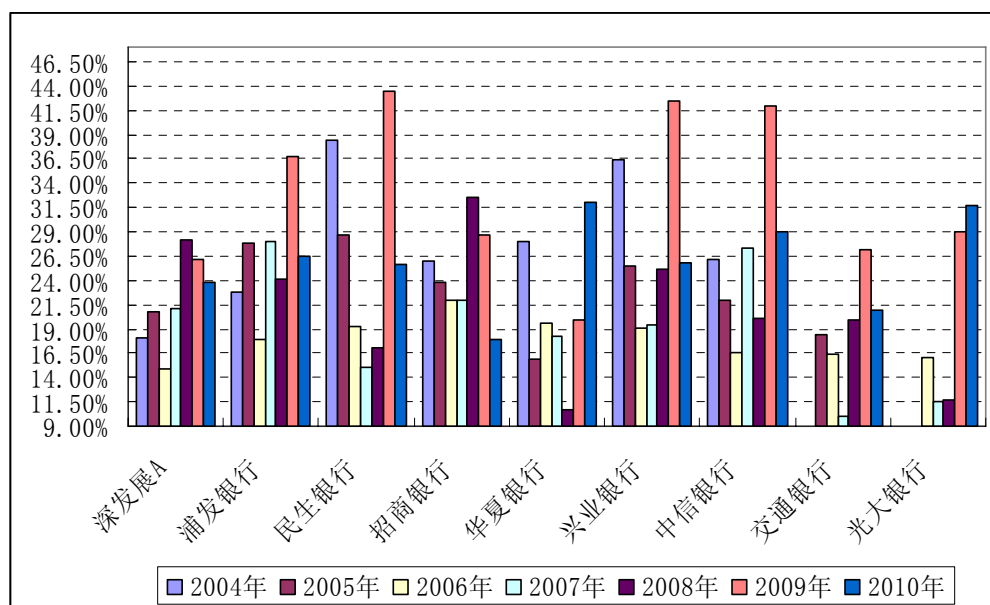
资料来源：银行报表，东北证券

图 8：交通银行年度贷款增速与可比同业比较



资料来源：银行报表，东北证券

图 9：交通银行年度存款增速与可比同业比较



资料来源：银行报表，东北证券

3.2 有关净息差

从净息差的水平看，交通银行与可比银行同业相比处于中等偏上水平，从趋势上看，与整体银行类似，在 2007 年-2008 年达到高点后，2009 年达到最低点，2010 年逐步见底回升。

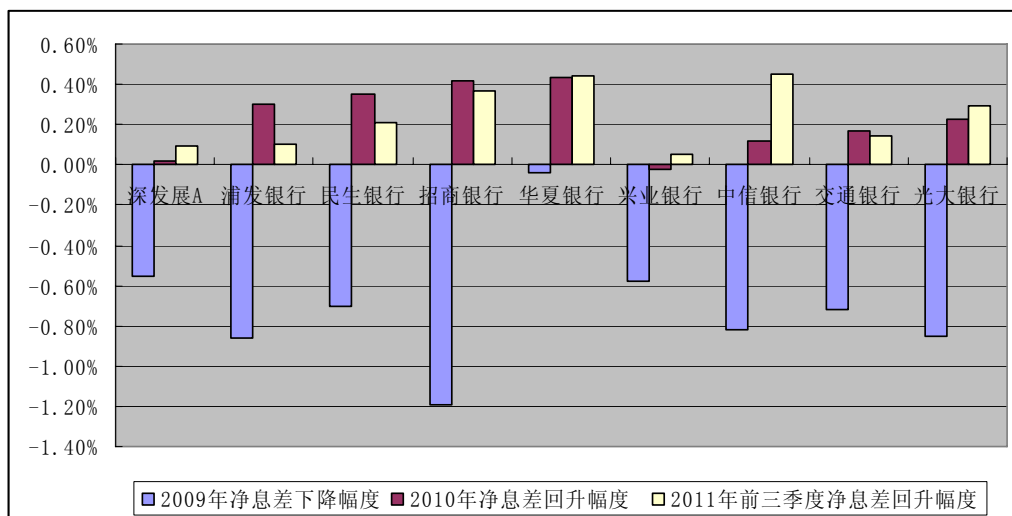
从 2011 年前三季度的情况看，2011 年前三季度在信贷规模受限导致银行贷款定价能力提高以及央行从 2010 年 10 月份重新启动加息政策的影响下，交通银行与可比银行同业的净息差水平均有所提高，而且从净息差的绝对水平来看，交通银行的在 2011 年前三季度末的净息差水平还较高，仅低于以商贷通业务为主的民生、净息差弹性较高的招商和中信、以及光大，在可比同业中排名第五。

表 2：交通银行与可比同业净息差水平对比

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011Q3
交通银行	2.58%	2.71%	2.84%	3.01%	2.29%	2.46%	2.58%
招商银行	2.09%	2.65%	3.11%	3.42%	2.23%	2.65%	3.03%
深发展 A	2.02%	2.80%	3.10%	3.02%	2.47%	2.49%	2.58%
浦发银行	2.41%	2.94%	3.13%	3.05%	2.19%	2.49%	2.51%
民生银行	1.97%	2.62%	2.93%	3.29%	2.59%	2.94%	3.04%
华夏银行	1.75%	1.88%	2.20%	2.07%	2.03%	2.46%	2.80%
兴业银行	2.19%	2.47%	2.93%	2.92%	2.34%	2.32%	2.40%
中信银行	2.45%	2.62%	3.12%	3.33%	2.51%	2.63%	2.96%
光大银行			2.77%	2.80%	1.95%	2.18%	2.60%

资料来源：上市银行年报，东北证券

图 10: 交通银行与可比同业近期净息差变化幅度一览



资料来源: 东北证券

从 2011 年前三季度的单季度息差情况看, 交通银行的情况与可比银行同业基本类似, 基本上第一季度、第二季度和第三季度净息差都呈现环比上升的趋势, 不过第三季度环比上升的趋势有所下降, 这也与交通银行自身的资产负债结构和第三季度受到保证金存款补缴准备金政策的影响。

表 3: 交通银行与可比同业 2011 年前三季度单季度净息差

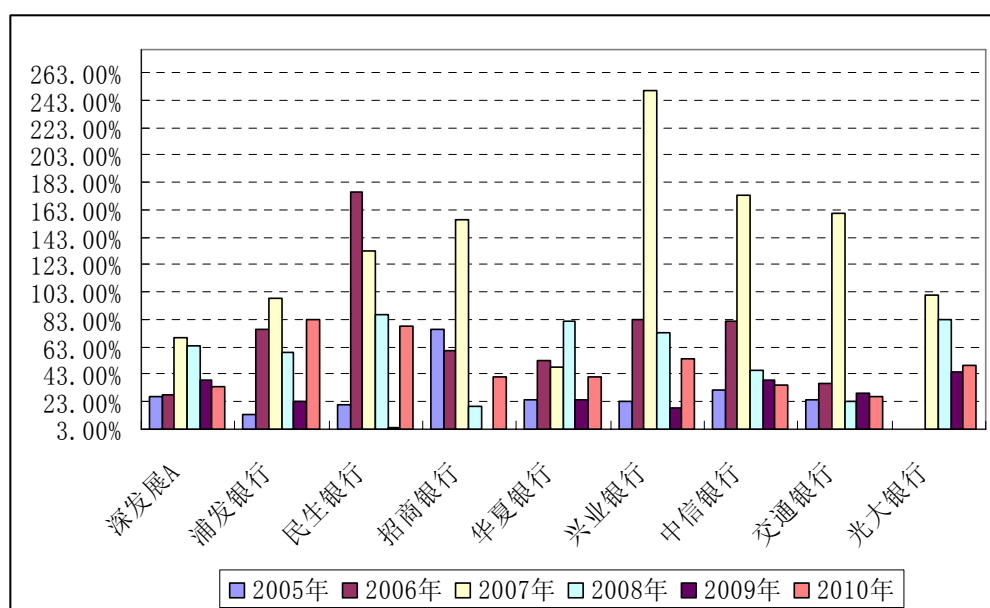
	11 年一季 度净息差	11 年第二季 度净息差	第二季度 环比变化	11 年第三季 度净息差	第三季度 环比变化
交通银行	2.51%	2.63%	0.12%	2.70%	0.07%
招商银行	2.98%	2.99%	0.01%	3.12%	0.13%
深发展 A	2.68%	2.63%	-0.05%	2.58%	-0.05%
浦发银行	2.46%	2.51%	0.05%	2.53%	0.02%
民生银行	2.83%	3.10%	0.27%	3.15%	0.05%
华夏银行	2.47%	2.73%	0.26%	2.92%	0.19%
兴业银行	2.11%	2.49%	0.38%	2.49%	0
中信银行	2.76%	2.89%	0.13%	3.10%	0.21%
光大银行	2.32%	2.43%	0.11%	2.60%	0.17%

资料来源: 东北证券

3.3 有关中间业务收入增速

从中间业务的角度看, 不仅像我们前文所述的那样, 交通银行的中间业务收入在可比同业中也处于中等偏上的水平, 仅次于工、农、中、建、民生和招商银行, 不过从中间业务收入的增速上, 交通银行在 05 年-10 年期间只是处于可比银行同业中等偏低的水平, 这似乎与交通银行作为金融控股集团的地位有所偏离。

图 11: 交通银行与可比银行同业手续费收入增速对比



资料来源: 东北证券

3.4 有关资产质量

从近期情况看, 交通银行的资产质量情况一直在可比同业中处于优秀水平, 资产质量持续优化, 不过如果从不良贷款余额的变化情况看, 2011 年第一季度交通的不良贷款率和不良贷款余额分别为 247.07 亿元和 1.05%, 分别比年初下降了 2.81 亿元和下降了 0.07 个百分点, 2011 年第二季度末, 不良贷款率和不良贷款余额分别为 239.35 亿元和 0.98%, 分别比年初下降了 10.53 亿元和下降了 0.14 个百分点; 2011 年第三季度末, 不良贷款率和不良贷款余额分别为 235.93 亿元和 0.94%, 分别比年初下降了 13.95 亿元和下降了 0.18 个百分点, 相比招商银行、民生银行、宁波银行等众多银行在 2011 年前三季度中出出现一个或数个季度的不良贷款余额的环比上升, 交通银行的不良贷款余额能够在 2011 年前三个季度环比持续下降是较为难得的。交通银行方面解释其原因主要是由于前三季度, 新增的不良贷款只有 44 亿元, 减少, 此外, 的有 58 亿元, 从担保的情况看, 不良贷款中的信用贷款只有 12%, 其中的风险可控; 此外交通银行在前三季度主动减退的贷款完成了年初计划的 155%; 同时在结构上继续控制了高风险的贷款, 平台、房地产和两高一剩的贷款。

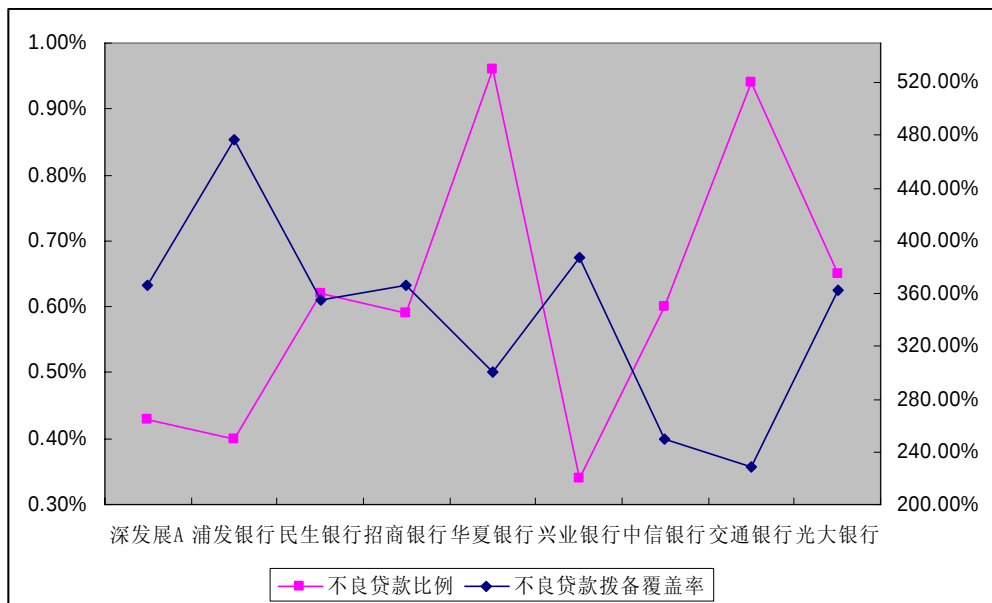
不过整体看, 交通银行在同业中的资产质量处于中等偏下的水平, 不良贷款的比例还是可比同业中较高的, 同比不良贷款的拨备覆盖率则是可比同业中较低的, 而且关注类贷款的比率在可比同业中也处于中偏高的水平。具体参见表 4 和图 12、13:

表 4: 交通银行近期资产质量一览

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
不良贷款比例 (%)	2.93	2.4	2.01	2.05	1.92	1.36	1.12
不良贷款必备覆盖率 (%)	84.96	108.24	114.69	95.63	116.83	151.05	185.84

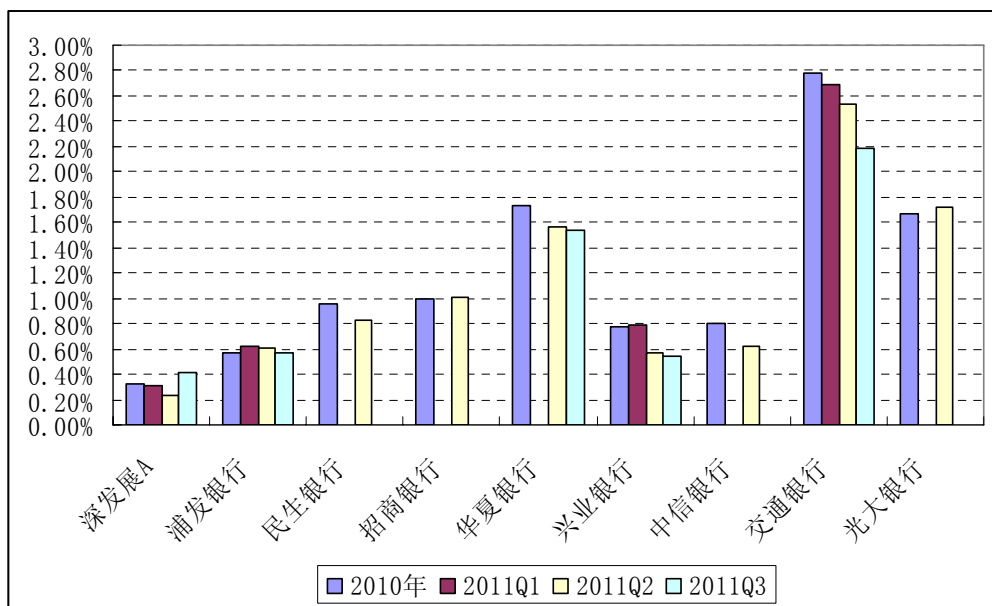
资料来源: 银行报表, 东北证券

图 12: 交通银行资产质量与可比同业对比 (2011 年三季度末)



资料来源: 银行报表, 东北证券

图 13: 交通银行与可比同业关注类贷款比例对比



资料来源: 银行报表, 东北证券

四、交通银行调研情况总结

4.1 有关今年的信贷形势

1 月份整体贷款增长形势低于市场预期,但是交通银行自身的增量与去年同期差别不大,在 260 亿元到 300 亿元之间,交通银行认为贷款目前增长缓慢主要还是由于存款形势的严峻,从 2012 年开年以来到截至 2 月份前三周,整体银行存款一直呈现净流出的趋势,而监管层并没有明确提及放松日均存贷比的考核(只是在窗口指导的实际操作上有所放松),因此压制了银行发放贷款的实际能力,交通银行目前监测到的情况认为实际的信贷需求还是比较旺盛的。

从未来存款增长和贷款增长的形势上看,交通银行认为未来如果考虑存款准备金率的进一步下降,未来的存款形势可能会逐步略有好转,当然存款快速增长的时期可能已经过去,从未来的信贷增长看,今年的情况可能会与往年略有不同,今年可能是先低后高的增长情况,一季度的贷款增量可能是较低的,但是目前来判断全年的贷款增量还具有一定的不确定性。

4.2 有关资产质量

目前银行资产质量的讨论集中在几个方面:一是平台贷款,从平台贷款的情况看,截至 2011 年 9 月末,交通银行的平台贷款的余额在 2500 亿左右,预计 2011 年年末的情况比三季度末的情况还会有所下降,从到期的期限结构看,有 30%左右是 2012 年到期,有 35%左右是在 2013 年到 2016 年期间到期,有 35%左右是在 2017 年及之后到期,目前按照银监会要求清理的进度已经超过了 90%,目前的不良率稳定,并且长期低于 1%。

二是有关房地产贷款,特别是房地产开发贷款,交通银行的房地产开发贷款占整体贷款的比重只有 6.2%左右,是所有上市银行中最低的,而且对于房地产开放商实行名单式管理,从个人按揭贷款的情况看,目前交通银行的合同价未偿率只有 48%,而且还是按照历史价格计算,没有考虑到房价近些年来的上涨。

三是有关小微企业贷款,交通银行将小微企业放入零售贷款中进行管理,目前按照银监会规定的能够享受加权风险权重优惠的单户 500 万以下的小微贷款的比例为 5.5%-6%之间,从小企业贷款的情况看,目前小企业贷款的不良率为 0.2%,从小企业贷款的定价看,交通银行小企业贷款的定价比基准利率上浮 20%左右,截至 2011 年三季度末,小企业贷款的加权平均利率仅为 7.02%,第四季度新增的小企业贷款定价水平又有进一步提高,但是也只是将近 8%,比起民生、宁波等银行,其定价水平明显偏低,也从一个侧面反映了交通银行的风险偏好。如果从交通银行对于小微企业贷款的策略上看,交通银行的展业通主要针对于为大型企业做配套的供应链融资链上的小微企业,在行业分布上以制造业为主,从小微企业的客户数上,目前只有 4 万户左右,占全国小微企业 4000 万户的千分之一,因此仅仅是选取了其中最为优质的小微企业进行投放。

4.3 有关未来信贷成本的变化

2011 年前三季度末,交通银行的拨贷比为 2.15%;信贷成本为 0.50%,从未来的趋势看,即使考虑到 2013 年达标 2.5%的拨贷比,交通银行按照 0.50%的信贷成本稳步计提拨备,就可以逐步达标,因此交通银行未来将保持信贷成本的稳定,不会出现单季度大幅度计提拨备的情况。

4.4 有关未来的信贷投放方向

交通银行还将持续“有保有压”的信贷投放策略，在新增贷款上重点支持小企业贷款、个人消费贷款和中西部贷款，严格控制平台贷款、房地产开发贷款和两高一剩贷款的新增，从目前执行情况，零售贷款和小微贷款的新增量占新增贷款的比重依旧达到 50% 左右。

4.5 有关净息差

交通银行 2011 年净息差的走势与同行略有不同，同行基本上是前三季度稳步扩大，第四季度受到贷款定价能力里再次提升空间有限以及保证金存款补缴等因素的影响，第四季度净息差扩大幅度名校收窄，不过交通银行的净息差前三季度增长幅度不大，第四季度则有比较理想的增长；增长主要来自于收益端贷款定价能力的提高，成本端的存款方面与银行同业类似，也出现了一定的定期化的趋势，从 2012 年的情况看，交通银行 2012 年的情况可能与银行同业的情况类似，一季度净息差还有所提升，后期净息差逐渐环比趋弱，不过从全年的情况看，净息差应该比去年同期略有扩大。

4.6 有关资本充足率和未来的融资情况

截至三季度末，交通银行的资本充足率和核心资本充足率分别为 11.88% 和 9.24%，之后，交通银行发行了 260 亿元的次级债，考虑次级债补充之后，交通银行静态的资本充足率将上升到 12% 左右，从未来的情况看，交通银行附属资本占核心资本的比重已经超过 25%，未来没有在发行次级债的空间，而且如果按照最新的资本充足率管理办法，交通银行的核心资本已经不够，未来需要进行股权融资，交通银行希望能够采用对市场压力最小的方法进行。

五、交通银行核心竞争优势

相比与其他可比同业而言，交通银行最大的核心竞争优势在于其较大的规模和全金融牌照的优势。

5.1 规模优势

除了四大国有商业银行之外，交通银行是唯一一家拥有千家以上网点的全国性股份制银行，网点优势和规模优势在存款来源、客户基础和零售业务的开展上都为交通银行带来了其他股份制商业银行一定的优势，尤其是在今年银行最为突出的存款形势上，交通银行相比网点较小的股份制银行和城商行来说，应该具有一定的优势。

存款营销上，交行提出两个策略：一是在地域上加大中西部分行存款考核指标，东部地区维持存款平稳增长；二是拓展新增客户存款，保持存量客户的存款不流失。截至 2011H，交行共有 2764 个网点，中西部地区网点占 21%，高于其他股份制银行，中西部存款量占比仅为 25%，提升潜力很大。再者中西部地区存款市场竞争不如东部地区激烈，且投资渠道相对少，因而存款增长空间较大。

5.2 全金融牌照优势

我们在前面已经提及，目前交通银行除了国内的证券业务之外，几乎已经拥有了全金融牌照，截至 2011 年 6 月 30 日，业务范围涵盖了商业银行、证券、信托、金融租赁、基金管理、保险、离岸金融服务等，旗下全资子公司包括交银国际控股有限公司、中国交银保险有限公司和交银金融租赁有限责任公司，控股子公司包括交银施罗德基金管理有限公司、交银国际信托有限公司、交银康联人寿保险有限公司、大邑交银兴民村镇银行有限责任公司和浙江安吉交银村镇银行股份有限公司，此外，还是江苏常熟农村商业银行股份有限公司的第一大股东，2011 年前三季度，交通银行还作为战略投资者筹备发起设立西藏银行，并设立新疆石河子交银村镇银行。未来如果政策许可，在银行与国内证券业务的合作上，我们相信交行也有很大的可能拔得头筹，在利率市场化的长期趋势冲击下，这种全金融牌照将有助于交行维持收入利润的增长稳定和盈利能力的稳定。

六、交通银行盈利预测

6.1 交通银行盈利预测假设

6.1.a 有关规模扩张

由于 2011 年全年人民币贷款增量为 7.47 万亿，2011 年年末人民币贷款余额为 54.79 万亿元，全年人民币贷款增速为 15.8%，我们假定 2012 年人民币贷款增速下降为 14.6% 左右，则全年人民币贷款增量在 8 万亿元，比 2011 年略有放松。对于交通银行而言，虽然存在资本约束，但是交通银行 2011 年很可能上完成了人民币贷款增长 15% 左右的目标，我们预期 2012 年交通银行将保持稳定增长，继续维持 15% 左右的贷款增长目标，从生息资产的情况，考虑到受到存贷比和资本充足率的约束，交通银行在今年还会在债券投资上进行一定的运作，我们假设生息资产的增速会略微高于贷款增速，达到 17%。

6.1.b 有关净息差

与行业的情况类似，由于 2012 年第一季度存在按揭贷款重新定价，因此整体 2012 年第一季度净息差还有上升的空间，但是后续季度随着存款重新定价和同业资产收益率的逐渐下降，净息差可能会在季度之间出现波动，具体对于交通银行而言，我们预测 2011 年和 2012 年全年的净息差分别为 2.62% 和 2.60%，2012 年的净息差与 2011 年基本持平，略有下降。

6.1.c 有关非息业务收入

对于银行业整体而言，由于 2012 年理财产品和融资相关的咨询收费等增速应该会下降，加上经过 2011 年的高速增长基数提高的原因，2012 年上市银行的非息业务收入增速必将会放缓，2011 年上市银行的非息净收入同比增速在 40% 以上，2012 年我们预计会下降至 25% 左右；对于交通银行而言，2011 年前三季度，交通银行手续费收入同比增 41.06%，我们预计全年增长在 40% 左右，2012 年我们预计交通银行的手续费收入增速可能会适当放缓，我们保守预计在 25% 左右，和行业的平均增速持平。

6.1d 有关资产质量和信贷成本

正如前文所述，交通银行的资产质量虽然与全国性股份制商业银行相比不是最优秀的，但是一直处于比较稳定的状态，其资产组合相对某些中小股份制商业银行相比也处在比较安全的范围之内，从最近银监会要求的新监管指标拨贷比的情况看，交通银行的拨贷比水平在可比同业中也处于中等偏上的水平，未来达标的压力较小。具体参见表 5：

表 5：上市银行 2011 年前三季度拨贷比情况一览

证券简称	不良贷款比例 (%)	不良贷款拨备覆盖 (%)	拨贷比 (%)
交通银行	0.94	228.94	2.15
深发展 A	0.43	365.77	1.57
宁波银行	0.66	225.21	1.49
浦发银行	0.40	477.05	1.91
华夏银行	0.96	300.57	2.89
民生银行	0.62	355.44	2.20
招商银行	0.59	366.53	2.16
南京银行	0.82	292.82	2.40
兴业银行	0.34	387.81	1.32
北京银行	0.54	356.60	1.93
农业银行	1.60	237.89	3.81
工商银行	0.91	272.66	2.48
光大银行	0.65	362.91	2.36
建设银行	1.02	248.65	2.54
中国银行	0.99	223.01	2.21
中信银行	0.60	250.26	1.50

资料来源：公司报告，东北证券

从未来资产质量的变化看，我们在前文的调研情况中已经有所论述，交行的资产组合较为安全，从关注类贷款的趋势看，2010 年 Q4 至今，交行关注类贷款始终保持在 500-600 亿水平。2010 年 Q3 关注贷款余额突然上升主要是实行新的对公贷款风险分类标准，采取了更为审慎的分类原则，并非资产质量的突然逆转。我们预计 2011 年 Q4 交行关注贷款保持平稳，或略有上升，不会出现大的波动，因而 2012 年 Q1 资产质量也将保持稳定。

截至 2011 年前三季度，交通银行的信贷成本为 0.50%，比去年同期下降了 0.10 个百分点，我们预计，由于招商银行的拨贷比达标的压力较小，未来交通银行的信贷成本将维持稳定的趋势，不会出现大幅度增加的情况，我们目前预测，2011 年全年和 2012 年，交通银行的信贷成本分别为 0.50% 和 0.55%。

6.1e 有关成本收入比

2011 年前三季度成本收入比依旧维持下降趋势，2011 年前三季度成本收入比为 28.66%，2011 年全年我们预计成本收入比会季节性增加（这是由于上市银行成本支出的季节性原因），全年预计在 33% 左右，2012 年全年我们预计成本收入比会稳中略有上升，部分银行可能会上升明显，比如如果 2012 年城商行恢复异地扩张，北京、南京、宁波银

行的成本收入比会有所上升，此外，成本收入比下降到一定程度就会产生一定的刚性，而明年银行的收入增速会有所收敛，部分银行业务转型（往零售银行和小企业贷款转移）也会导致费用有所增加，对于交通银行而言，我们预计 2012 年的成本收入比为 33.5% 左右，同比略有所提高，主要是考虑到人员费用和 IT 系统的投入等因素。

6.2 盈利预测结果

在上述盈利预测假设的基础上，我们得出交通银行 2011 年和 2012 年的盈利预测结果，2011 年交通银行的净利润上升到 506.63 亿元，最新摊薄后的每股收益为 0.82 元，每股净资产为 4.27 元，2012 年交通银行的净利润上升到 603.10 亿元，最新摊薄后的每股收益为 0.97 元，每股净资产为 5 元左右，暂时不考虑再融资的摊薄因素。具体参见表 6：

表 6：交通银行 2011 年和 2012 年的盈利预测结果

(单位：百万元)	2010 年	2011 年 E	2012 年 E
一、营业收入	104234.00	126731.00	155180.75
利息净收入	84995.00	104788.00	126520.00
利息收入	141905.00	169147.00	205416.00
减：利息支出	56910.00	64359.00	78896.00
手续费及佣金净收入	14479.00	20271.00	25338.75
手续费及佣金收入	17076.00	23184.00	28638.75
减：手续费及佣金支出	2597.00	2913.00	3300.00
投资净收益	747.00	1011.00	2022.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	
公允价值变动净收益	(71.00)	(300.00)	100.00
汇兑净收益	650.00	661.00	700.00
其他业务净收益	209.00	300.00	500.00
二、营业支出	54534.00	61015.58	76908.75
营业税金及附加	6431.00	8457.35	11294.20
管理费用	32435.00	41821.23	51985.55
资产减值损失	12533.00	10737.00	13629.00
加：营业利润差额(特殊报表科目)	0.00	0.00	
营业利润差额(合计平衡项目)	0.00	0.00	
三、营业利润	49700.00	65715.42	78272.00
加：营业外收入	509.00	610.00	720.00
减：营业外支出	255.00	343.00	440.00
其中：非流动资产处置净损失	0.00		
加：利润总额差额(特殊报表科目)	0.00		
利润总额差额(合计平衡项目)	0.00		
四、利润总额	49954.00	65982.42	78552.00
减：所得税	10782.00	15175.96	18066.96
加：未确认的投资损失	0.00		

加：净利润差额(特殊报表科目)	0.00		
净利润差额(合计平衡项目)	0.00		
五、净利润	39172.00	50806.46	60485.04
减：少数股东损益	130.00	143.00	175.00
归属于母公司所有者的净利润	39042.00	50663.46	60310.04

资料来源：东北证券

七、交通银行投资建议

交通银行的经营管理水平与银行的改革和发展方向我们极为认同，我们也认为交通银行的综合素质可以与招商银行相媲美位列我们上市银行中的第一团队，目前交通银行金控集团的建立（包括在大陆地区逐步获得保险牌照和证券牌照）、在公司业务方面和个人业务方面财富管理的推进、银行业务流程的再造等都有助于交通银行的长远发展，我们极为认同交通银行的长期投资价值。

在目前阶段，交通银行的投资亮点包括：1、小微金融债即将发行，目前整体小微业务的占比和风险容忍度以及定价都偏低，未来小微业务在规模和定价能力提升上还具有空间；2、再融资箭在弦上，目前市价靠近净资产水平，再融资的实施有望促进股价上升；3、估值水平低于四大行，但是未来的业绩增长明显高于四大行，股价安全边际较大，维持推荐评级。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。