

交通銀行 (3328 HK / 601328 CH)

净息差保持相对稳定

- 由于资产收益率上升和负债成本下降，交行的净息差在 2019 年同比略为扩阔
- 持续加大对普惠金融的支持有助维持 20E 的净息差
- 预期交行的资产质量与同业水平一致，拨备费用的规模将在 20E 及 21E 保持稳定
- 维持买入评级。我们的戈登增长模型 H / A 股目标价相当于 20E 市净率的 0.60 倍 / 0.68 倍

净息差前景稳定。 交行 2019 年净利润为 772.81 亿元人民币，同比增长 5.0%。与其他大型银行不同，交行的净息差同比扩阔 7 个基点至 1.58%。其中平均生息资产收益率同比微升 3 个基点至 4.04%，而平均计息负债成本同比下降 6 个基点至 2.56%。资产方面，由于零售贷款收益率同比上升 6 个基点，拉动平均贷款收益率同比上升 2 个基点。而负债方面，则同业负债成本和已发行债务成本分别同比下降 39 个基点和 44 个基点。然而，鉴于当前的宏观形势复杂，预计交行在 20E 维持净息差稳定的难度将更大。根据交行预测，假设 LPR 在 20E 同比下降 20 个基点，交行的净息差将同比下降 3 个基点。我们预期交行 20E / 21E 的贷存利差将同比下降 20-22 个基点，同期银行间资产负债利差则保持稳定。假设交行继续加大对普惠金融的支持，我们预计的交行 20E / 21E 净息差将为 1.59% / 1.56%。

资产质量趋势与同业一致。 截至 2019 年 12 月末，交行的不良贷款率为 1.47%，同比下降 2 个基点，与 19 年第三季末持平。尽管新冠肺炎疫情导致银行业的资产质量压力上升，交行有信心保持其资产质量与行业水平一致。我们的基本情景假设预期，交行的不良贷款率在 20E / 21E 期间将同比增加 7 个基点及 6 个基点至 21E 末的 1.6%。另一方面，假设交行的拨备率在 21E 末逐步提升至 2.7%，交行在 20E / 21E 的拨备费用规模将维持在 2019 年的水平。

基本面稳定;维持买入评级。 考虑交行未来相对稳定的净息差和拨备规模，我们预计交行的 2019A-21E 净利润复合年增长率为 3.2%。目前，其 H / A 股的估值为 0.43 倍/0.51 倍 20 倍市净率。我们的戈登增长模型 H / A 股目标价相等于 20E 市净率的 0.60 倍和 0.68 倍。维持买入评级。

风险因素: 1)在强监管和政策主导的环境下发生政策方向出现急剧变化; 2)来自非银行及外资金融机构的竞争加剧; 3)特定区域的资产质量快速严重恶化; 4)贷款需求急剧下降; 5)对新业务和个别快速增长业务的政策风险提高; 6)新冠肺炎疫情持续爆发。

财务数据与估值

截至12月31日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入 (人民币百万元)	196,520	213,055	232,857	242,907	249,951
同比 (%)	1.3	8.4	9.3	4.3	2.9
净利润 (人民币百万元)	70,223	73,630	77,281	79,612	82,364
同比 (%)	4.5	4.9	5.0	3.0	3.5
每股收益 (人民币)	0.91	0.96	1.00	1.04	1.07
同比 (%)	4.9	4.8	5.1	3.1	3.6
每股净值 (人民币)	8.23	8.60	9.34	10.09	10.87
同比 (%)	7.3	4.5	8.6	8.0	7.7
市盈率 (x) - H 股	4.78	4.56	4.34	4.21	4.06
市净率 (x) - H 股	0.53	0.51	0.47	0.43	0.40
市盈率 (x) - A 股	5.70	5.43	5.17	5.01	4.84
市净率 (x) - A 股	0.63	0.60	0.56	0.51	0.48
净资产收益率 (%)	11.44	11.36	11.20	10.70	10.38
总资产收益率 (%)	0.81	0.80	0.80	0.79	0.78
每股股息 (人民币)	0.29	0.30	0.32	0.33	0.34
股息收益率 (%) - H 股	6.55	6.88	7.23	7.62	7.89
股息收益率 (%) - A 股					

净利润=归属于公司股东的净利润; 港元/人民币= 1.0898

来源: 彭博、农银国际证券预测

公司报告

评级 (H): 买入
评级 (A): 买入
目标价 (H): HK\$ 6.57
目标价 (A): RMB 6.87

分析员: 欧宇恒
电话: (852) 2147 8802
johannesau@abci.com.hk

价格 (H/A 股)	HK\$ 4.75/ RMB 5.19
预期股价回报 (H/A 股)	38.3%/32.4%
预期股息收益率(H/A 股)	7.62%/6.40%
预期总回报 (H/A 股)	45.92%/ 38.80%
上次评级及目标价 (H/A 股)	买入, HK\$7.48/ 买入, RMB7.42
上次报告日期	12/3/2020

来源: 彭博、农银国际证券预测

主要数据

52 周高/低 (HK\$) (H 股)	6.73/4.20
52 周高/低 (RMB) (A 股)	6.53/5.00
已发行股份总数 (百万股)	74,262.8
H 股(百万股)	35,011.9
A 股(百万股)	39,250.9
市值 (百万港元)	395,147.7
H 股 (百万港元)	170,507.8
A 股(百万港元)	224,639.9
3 个月 H 股平均每日成交金额 (百万港元)	137.18
3 个月 A 股平均每日成交金额 (人民币百万元)	427.65
主要股东 (%):	
汇丰银行	19.03
社保基金	12.20

来源: 彭博、农银国际证券



图表 1: 2019 年实际业绩与农银国际预测

(人民币百万元)	2019E	2019A	差别(%)
净利息收入	143,033	144,083	0.73
净手续费收入	43,356	43,625	0.62
营业收入	230,158	232,857	1.17
营业费用	(92,017)	(92,433)	0.45
减值损失	(48,486)	(52,224)	7.71
除税前溢利	89,655	88,200	(1.62)
所得税	(12,552)	(10,138)	(19.23)
股东应占净利润	76,568	77,281	0.93
主要指标 (%)			差别(百分点)
净息差	1.52	1.58	0.06
净利差	1.35	1.47	0.12
成本收入比	39.98	39.70	(0.28)
平均总资产收益率	0.78	0.80	0.02
平均净资产收益率	10.56	11.20	0.64
派息比率	30.00	31.36	1.36
核心一级资本充足率	11.67	11.22	(0.45)
资本充足率	15.07	14.83	(0.24)
不良贷款率	1.53	1.47	(0.06)
拨备率	2.42	2.27	(0.15)
拨备覆盖率	178.17	171.77	(6.40)

来源: 公司、农银国际证券预测

图表 2: 2020E 和 2021E 预测的变化

(人民币百万元)	2020E (旧)	2020E (新)	变化 (%)	(人民币百万元)	2021E (旧)	2021E (新)	变化 (%)
净利息收入	156,623	152,432	(2.68)	净利息收入	170,353	156,999	(7.84)
净手续费收入	46,408	45,662	(1.61)	净手续费收入	50,268	47,409	(5.69)
营业收入	249,986	242,907	(2.83)	营业收入	273,453	249,951	(8.59)
营业费用	(100,985)	(98,210)	(2.75)	营业费用	(109,959)	(103,352)	(6.01)
减值损失	(55,552)	(53,119)	(4.38)	减值损失	(61,895)	(51,617)	(16.61)
除税前溢利	93,448	91,577	(2.00)	除税前溢利	101,599	94,982	(6.51)
所得税费用	(13,083)	(10,989)	(16.01)	所得税费用	(14,224)	(11,398)	(19.87)
股东应占净利润	79,831	79,612	(0.27)	股东应占净利润	86,840	82,364	(5.15)
主要指标 (%)			变化 (百分点)	主要指标 (%)			变化 (百分点)
净息差	1.54	1.59	0.05	净息差	1.58	1.56	(0.02)
净利差	1.38	1.41	0.03	净利差	1.38	1.30	(0.08)
成本收入比	40.40	40.43	0.03	成本收入比	40.21	41.35	1.14
平均总资产收益率	0.76	0.79	0.03	平均总资产收益率	0.77	0.78	0.01
平均净资产收益率	10.23	10.70	0.47	平均净资产收益率	10.35	10.38	0.03
派息比率	30.00	31.00	1.00	派息比率	30.00	31.00	1.00
核心一级资本充足率	11.78	12.49	0.71	核心一级资本充足率	11.90	12.58	0.68
资本充足率	15.13	16.02	0.89	资本充足率	15.22	16.06	0.84
不良贷款率	1.58	1.54	(0.04)	不良贷款率	1.63	1.60	(0.03)
拨备率	2.58	2.60	0.02	拨备率	2.65	2.70	0.05
拨备覆盖率	183.29	188.83	5.54	拨备覆盖率	182.58	188.75	6.17

来源: 公司、农银国际证券预测

**图表 3: 戈登增长模型目标价假设变化**

	H 股		A 股		原因
	旧	新	旧	新	
目标价 (HKD/RMB)	7.48	6.57	7.42	6.87	以 2021 年中每股净值计算
可持续净资产收益率(%)	8.91	10.48	8.91	10.48	调整净息差及拨备费用
股本成本(%)	10.75	14.38	10.13	13.26	
目标 20E 市净率 (x)	0.65	0.60	0.74	0.68	
无风险利率 (%)	3.30	2.65	3.30	2.65	参考中国十年期政府债券
Beta	1.30	1.15	1.25	1.04	参考彭博数据
股权风险溢价 (%)	8.40	10.20	8.40	10.20	新冠肺炎疫情及中国经济增长放缓导致较高的风险因素
长期增长 (%)	10.50	5.20	10.50	5.20	参考其他大型银行调低长期增长率

来源: 公司、农银国际证券预测



财务报表

交通銀行(3328HK/601328CH) 综合损益表(2017A-2021E)

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
净利息收入	124,873	130,908	144,083	152,432	156,999
非利息收入	71,647	82,147	88,774	90,475	92,952
其中: 手续费和佣金收入	40,551	41,237	43,625	45,662	47,409
营业收入	196,520	213,055	232,857	242,907	249,951
营业费用	(81,786)	(83,474)	(92,433)	(98,210)	(103,352)
拨备前营业利润	114,734	129,581	140,424	144,697	146,599
贷款减值损失	(31,469)	(43,514)	(52,224)	(53,119)	(51,617)
除税前溢利	83,265	86,067	88,200	91,577	94,982
所得税	(12,574)	(11,902)	(10,138)	(10,989)	(11,398)
少数股东权益	468	535	781	976	1,220
股东应占净利润	70,223	73,630	77,281	79,612	82,364
优先股股息	2,551	2,681	2,681	2,681	2,681
归属于普通股股东的净利润	67,672	70,949	74,600	76,931	79,683
增长 (%)					
净利息收入	(7.4)	4.8	10.1	5.8	3.0
非利息收入	21.0	14.7	8.1	1.9	2.7
其中: 手续费和佣金收入	10.2	1.7	5.8	4.7	3.8
营业收入	1.3	8.4	9.3	4.3	2.9
营业费用	2.9	2.1	10.7	6.3	5.2
拨备前营业利润	0.1	12.9	8.4	3.0	1.3
贷款减值损失	10.5	38.3	20.0	1.7	(2.8)
除税前溢利	(3.3)	3.4	2.5	3.8	3.7
所得税	(31.9)	(5.3)	(14.8)	8.4	3.7
少数股东权益	6.1	14.3	46.0	25.0	25.0
股东应占净利润	4.5	4.9	5.0	3.0	3.5
优先股股息	(5.3)	5.1	0.0	0.0	0.0
归属于普通股股东的净利润	4.9	4.8	5.1	3.1	3.6
每股 (人民币)					
每股收益	0.91	0.96	1.00	1.04	1.07
每股净值	8.23	8.60	9.34	10.09	10.87
每股股息	0.29	0.30	0.32	0.33	0.34
主要财务指标 (%)					
净息差	1.51	1.51	1.58	1.59	1.56
净利差	1.40	1.39	1.47	1.41	1.30
成本收入比	41.62	39.18	39.70	40.43	41.35
平均总资产收益率	0.81	0.80	0.80	0.79	0.78
平均净资产收益率	11.44	11.36	11.20	10.70	10.38
平均税率	15.10	13.83	11.49	12.00	12.00
派息率	30.20	30.26	31.36	31.00	31.00

注 1: 由于小数位调整, 个别项目相加未必等于总数

注 2: 由于对个别公司财务数据作出一致性调整, 因此数字可能与财务报告不平

来源: 公司, 农银国际证券预测

**交通銀行 (3328HK/601328CH)
综合资产负债表(2017A-2021E)**

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
现金及等价物	938,571	840,171	760,185	722,176	686,067
银行同业资产	782,468	848,067	648,488	583,639	525,275
投资证券	2,528,276	2,821,909	3,005,843	3,186,194	3,377,365
贷款和垫款净额	4,473,255	4,742,372	5,183,653	5,521,512	5,859,941
计息资产总额	8,722,570	9,252,519	9,598,169	10,013,521	10,448,649
物业及设备	132,492	153,286	171,179	188,297	205,244
其他资产	183,192	125,366	136,252	147,393	157,973
总资产	9,038,254	9,531,171	9,905,600	10,349,210	10,811,865
客户存款	5,545,366	5,724,489	6,005,070	6,315,639	6,618,171
银行同业负债	2,106,192	2,162,293	1,940,082	1,843,078	1,750,924
次级债务	287,662	317,688	403,918	484,702	581,642
计息负债总额	7,939,220	8,204,470	8,349,070	8,643,419	8,950,737
交易负债	60,308	51,214	53,404	55,540	57,206
所得税项	7,943	2,279	7,086	7,936	8,809
递延所得税负债	520	598	918	1,056	1,203
其他负债	353,992	567,302	694,210	783,827	877,895
总负债	8,361,983	8,825,863	9,104,688	9,491,778	9,895,851
股本	134,139	134,139	174,133	174,133	174,133
储备金	537,004	564,266	619,114	674,868	732,606
少数股东权益	5,128	6,903	7,665	8,432	9,275
股东权益	676,271	705,308	800,912	857,433	916,014
增长 (%)					
现金及等价物	(5.3)	(10.5)	(9.5)	(5.0)	(5.0)
银行同业资产	9.3	8.4	(23.5)	(10.0)	(10.0)
投资证券	12.2	11.6	6.5	6.0	6.0
贷款和垫款净额	11.6	6.0	9.3	6.5	6.1
计息资产总额	9.5	6.1	3.7	4.3	4.3
物业及设备	15.8	15.7	11.7	10.0	9.0
其他资产	(42.8)	(31.6)	8.7	8.2	7.2
总资产	7.6	5.5	3.9	4.5	4.5
客户存款	17.3	3.2	4.9	5.2	4.8
银行同业负债	(5.6)	2.7	(10.3)	(5.0)	(5.0)
次级债务	25.3	10.4	27.1	20.0	20.0
计息负债总额	10.4	3.3	1.8	3.5	3.6
交易负债	(28.5)	(15.1)	4.3	4.0	3.0
所得税项	53.8	(71.3)	210.9	12.0	11.0
递延所得税负债	258.6	15.0	53.5	15.0	14.0
其他负债	(28.0)	60.3	22.4	12.9	12.0
总负债	7.6	5.5	3.2	4.3	4.3
股本	0.0	0.0	29.8	0.0	0.0
储备金	8.5	5.1	9.7	9.0	8.6
少数股东权益	57.1	34.6	11.0	10.0	10.0
股东权益	6.9	4.3	13.6	7.1	6.8
主要财务指标 (%)					
核心一级资本充足率	10.79	11.16	11.22	12.49	12.58
资本充足率	14.00	14.37	14.83	16.02	16.06
不良贷款率	1.50	1.49	1.47	1.54	1.60
拨备率	2.31	2.30	2.27	2.60	2.70
拨备覆盖率	154.73	173.13	171.77	188.83	188.75

注 1: 由于小数位调整, 个别项目相加未必等于总数

注 2: 由于对个别公司财务数据作出一致性调整, 因此数字可能与财务报告不平

来源: 公司, 农银国际证券预测

權益披露

分析員，歐宇恒，作為本報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

權益披露

農銀國際證券有限公司及/或其聯屬公司，曾在過去 12 個月內，與本報告提及的公司有投資銀行業務關係。

股票評級的定義

評分	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報(10%)
持有	市場回報(-10%) \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報(+10%)
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報(-10%)

注：股票收益率=未來 12 個月股票價格預期百分比變化+總股息收益率

市場回報率=自 2008 年以來的平均市場回報率(恒指總回報指數于 2008-19 年間的年 複合增長率為 10%)

目標價的時間範圍：12 個月

股票評級可能與所述框架有所偏離，原因包括但不限於：公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動率、相對於股票市值的平均每日成交量、公司於相應行業的競爭優勢等。

免責聲明

該報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本報告並不牽涉具體使用者的投資目標、財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等信息的全部或部分可靠、準確、完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息采集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整体收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2020 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得復印、影印、复制或以任何其他形式分發

辦公地址：香港中環干諾道中 50 號中國農業銀行大廈 10 樓農銀國際證券有限公司

電話：(852)21478863