

交通銀行 (3328 HK)

盈利穩定增長，為大行業績定調

8月27日，交通銀行公布2019年上半年業績，淨利潤同比增長4.9%至427億元人民幣，占我們/市場一致預期全年淨利潤預測的55.3%/57.3%。二季度撥備前利潤同比小幅增長4.3%（一季度同比增長15.7%），主要由於淨利息收入及淨手續費收入增速放緩，同時，投資收益在高基數背景下同比出現倒退。不過，二季度淨利潤收入同比增速穩定在4.8%（一季度為4.9%），主要由於投資地方政府債帶來的免稅效應。2019年上半年年化ROE為12.8%，同比下滑0.2個百分點。

■ **業績正面因素：**1) 上半年貸款增長5.7%，高於總資產增速的3.7%。上半年新發放貸款主要投向對公部門（較年初增長8.0%），而零售貸款受信用卡透支減少（較年初下降10.0%）的影響，增速放緩（較年初增長1.1%）。票據餘額較年初大幅增長41.7%，顯示交行的風險偏好降低。2) 上半年存款增速提升至5.9%（2018年同期增速為4.7%），貸存比因此小幅下降至83.6%。不過，活期存款的占比下降0.7個百分點至41.3%。3) 資產質量保持良好，不良貸款率環比保持在1.47%的水平，撥備覆蓋率也穩定在173.5%。不良確認為嚴格，逾期90天以上貸款對不良貸款比率達到116%。

■ **業績負面因素：**1) 根據我們的測算，二季度淨息差環比收窄3個基點至1.56%。上半年同業負債成本環比下降15個基點，但在存款競爭加劇的背景下，存款成本上行10個基點。由於負債中同業負債比例相對較高，貨幣寬鬆政策將為交行淨息差帶來利好，但利好效應將逐步減弱。2) 零售貸款占比下降1.5個百分點至32.2%。交行的零售貸款占比低於同業，將令該行面臨更多來自貸款利率市場化的壓力，儘管管理層在業績會上表示今年70%的新發放貸款已經基於LPR進行定價。3) 上半年成本收入比同比上升1.4個百分點至36.2%，主要由於經營開支同比增長16.8%。管理層表示，該行在科技方面的投入占經營收入比例已經超過5%，並計劃在未來幾年提升至10%。

■ **維持「持有」評級，下調目標價至5.9港元。**交通銀行目前的估值為0.5倍2019年預測市帳率，較其自身五年歷史平均值0.54倍低7%。我們保持盈利預測不變，但將目標價由6.4港元下調至5.9港元，主要由於我們將權益成本（COE）假設提升至15.7%以及將港元對人民幣匯率假設調整至0.897。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	183,800	205,932	214,763	229,469	245,157
淨利潤(百萬元人民幣)	70,223	73,630	77,360	81,389	86,146
每股盈利(元人民幣)	0.91	0.96	1.01	1.06	1.13
每股盈利變動(%)	1.8	5.2	5.4	5.4	6.0
市盈率(倍)	5.1	4.9	4.6	4.4	4.1
市帳率(倍)	0.56	0.54	0.50	0.46	0.43
股息率(%)	6.1	6.4	6.7	7.1	7.5
權益收益率(%)	11.4	11.4	11.3	11.0	10.8
不良貸款率(%)	1.50	1.49	1.52	1.55	1.58
撥備覆蓋率(%)	155	173	178	181	183

資料來源：公司、招銀國際證券預測

持有（維持）

目標價	HK\$ 5.90
(此前目標價)	HK\$ 6.40
潛在升幅	+13.9%
當前股價	HK\$ 5.18

中國銀行業

孫明，CFA

(852) 3900 0836

terrysun@cmbi.com.hk

隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元)	415,919
3月平均流通量(百萬元)	123.13
52周內股價高/低(港元)	7.06/ 5.1
總股本(百萬)	35,012 (H)
	39,251 (A)

資料來源：彭博

股東結構

中華人民共和國財政部	26.53%
香港上海匯豐銀行有限公司	18.70%
全國社保基金	3.42%

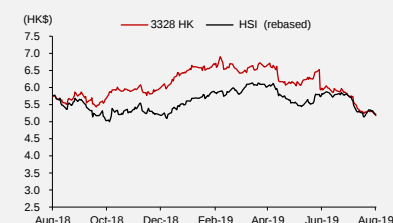
資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-9.9%	-0.3%
3-月	-15.6%	-10.1%
6-月	-21.9%	-12.5%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

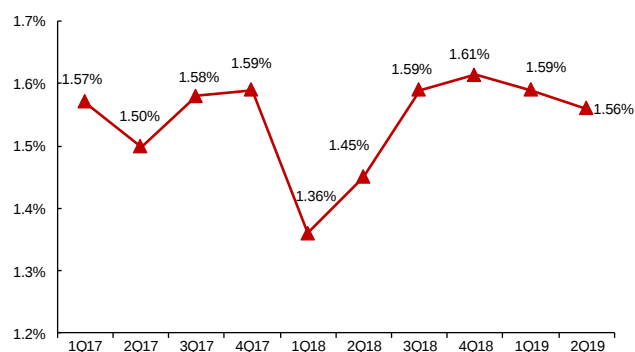
審計師：羅兵咸永道

圖 1: 交通銀行 2019 年上半年業績概要

(百萬元人民幣)						
損益表	1H18	1H19	YoY	2Q18	2Q19	YoY
淨利息收入	60,658	70,062	15.5%	31,446	35,205	12.0%
淨手續費及佣金收入	21,182	23,122	9.2%	10,338	11,066	7.0%
經營收入	98,170	110,144	12.2%	51,802	54,651	5.5%
經營支出	(34,174)	(39,927)	16.8%	(18,199)	(19,611)	7.8%
撥備前利潤	63,996	70,217	9.7%	33,603	35,040	4.3%
減值撥備	(16,666)	(21,550)	29.3%	(9,593)	(10,845)	13.1%
稅前利潤	47,330	48,667	2.8%	24,010	24,195	0.8%
所得稅	(6,476)	(5,811)	-10.3%	(3,323)	(2,636)	-20.7%
淨利潤	40,771	42,749	4.9%	20,680	21,678	4.8%
資產負債表	4Q18	2Q19	HoH	1Q19	2Q19	QoQ
貸款總額	4,854,228	5,130,612	5.7%	5,068,189	5,130,612	1.2%
存款總額	5,793,324	6,135,448	5.9%	6,106,174	6,135,448	0.5%
總資產	9,531,171	9,886,608	3.7%	9,785,747	9,886,608	1.0%
不良貸款餘額	72,512	75,508	4.1%	74,662	75,508	1.1%
關鍵指標	1H18	1H19	YoY	1Q19	2Q19	QoQ
淨息差	1.41%	1.58%	17bp	1.59%	1.56%	-3bp
淨資產回報率	13.4%	13.2%	-0.2ppt	13.0%	13.2%	0.2ppt
不良貸款率	1.49%	1.47%	-2bp	1.47%	1.47%	0bp
撥備覆蓋率	171.0%	173.5%	2.6ppt	173.5%	173.5%	0.1ppt
貸存比	83.6%	83.6%	0.0ppt	83.0%	83.6%	0.6ppt
核心一級資本充足率	10.6%	10.9%	23bp	11.2%	10.9%	-34bp

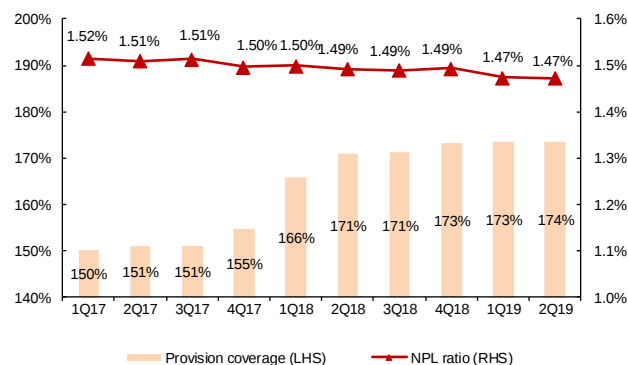
資料來源：公司、招銀國際證券

圖 2: 交通銀行單季淨息差走勢



資料來源：公司、招銀國際證券

圖 3: 交通銀行不良貸款率及撥備覆蓋率走勢



資料來源：公司、招銀國際證券

財務報表

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
利息收入	314,200	348,864	387,088	416,656	448,555
利息支出	(189,327)	(217,956)	(237,790)	(255,887)	(275,494)
淨利息收入	124,873	130,908	149,299	160,769	173,060
淨手續費及佣金收入	40,551	41,237	42,976	45,124	47,381
其他	18,376	33,787	22,489	23,576	24,716
經營收入	183,800	205,932	214,763	229,469	245,157
經營支出	(69,258)	(75,898)	(83,366)	(90,623)	(98,523)
撥備前利潤	114,542	130,034	131,397	138,846	146,635
資產減值損失	(31,469)	(43,514)	(40,549)	(43,321)	(45,590)
經營利潤	83,073	86,520	90,849	95,525	101,044
非經營收入	192	(453)	(453)	(453)	(453)
稅前利潤	83,265	86,067	90,396	95,072	100,591
所得稅費用	(12,574)	(11,902)	(12,501)	(13,147)	(13,911)
少數股東權益	(468)	(535)	(535)	(535)	(535)
淨利潤	70,223	73,630	77,360	81,389	86,146

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
存放中央銀行款項	921,948	825,506	872,487	933,561	998,910
同業資產	782,468	848,067	775,225	808,004	842,422
金融投資	2,528,276	2,821,909	3,104,100	3,337,742	3,589,342
貸款總額	4,579,256	4,854,228	5,266,837	5,688,184	6,143,239
減: 貸款減值準備	106,001	125,540	142,240	159,768	177,515
其他資產	332,307	307,001	394,003	408,179	428,193
總資產	9,038,254	9,531,171	10,270,412	11,015,902	11,824,591
向中央銀行借款	532,867	520,138	572,152	629,367	692,304
同業負債	1,723,807	2,008,908	2,154,199	2,297,210	2,453,698
存款總額	5,545,366	5,793,324	6,198,857	6,632,777	7,097,071
已發行債券	287,662	317,688	354,625	403,258	461,618
其他負債	272,281	185,805	192,505	199,539	206,926
總負債	8,361,983	8,825,863	9,472,338	10,162,152	10,911,611
股東總權益	671,143	698,405	791,171	846,847	906,071
其中: 永續債	-	-	40,000	40,000	40,000
其中: 優先股	59,876	59,876	59,876	59,876	59,876
少數股東權益	5,128	6,903	6,903	6,903	6,903
總權益	676,271	705,308	798,074	853,750	912,974

主要比率

年結: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
經營收入結構					
淨利息收入	68%	64%	70%	70%	71%
淨手續費及佣金收入	22%	20%	20%	20%	19%
其他	10%	16%	10%	10%	10%
總計	100%	100%	100%	100%	100%
同比增減					
淨利息收入	-7.4%	4.8%	14.0%	7.7%	7.6%
淨手續費及佣金收入	10.2%	1.7%	4.2%	5.0%	5.0%
營業收入	-0.6%	12.0%	4.3%	6.8%	6.8%
撥備前利潤	-1.4%	13.5%	1.0%	5.7%	5.6%
淨利潤	4.5%	4.9%	5.1%	5.2%	5.8%
貸款總額	11.6%	6.0%	8.5%	8.0%	8.0%
存款總額	17.3%	4.5%	7.0%	7.0%	7.0%
經營效率					
成本收入比	36.3%	35.6%	37.5%	38.1%	38.8%

資產質量

不良貸款率	1.50%	1.49%	1.52%	1.55%	1.58%
撥備覆蓋率	155%	173%	178%	181%	183%
撥貸比	2.31%	2.59%	2.70%	2.81%	2.89%
信貸成本	0.69%	0.90%	0.78%	0.77%	0.75%

資本充足率

核心一級資本充足率	10.8%	11.2%	11.3%	11.4%	11.5%
一級資本充足率	11.9%	12.2%	13.0%	12.9%	12.9%
資本充足率	14.0%	14.4%	15.0%	14.8%	14.7%

盈利能力

淨息差	1.51%	1.51%	1.54%	1.54%	1.54%
平均權益回報率	11.4%	11.4%	11.3%	11.0%	10.8%
平均資產回報率	0.77%	0.76%	0.76%	0.74%	0.73%
平均風險資產回報率	1.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

每股數據 (元人民幣)

每股淨利潤	0.91	0.96	1.01	1.06	1.13
每股股息	0.29	0.30	0.31	0.33	0.35
每股賬面值	8.23	8.60	9.31	10.06	10.86

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。