

中国银行 (601988)

2015年5月12日

享受全球资源再平衡及机制变革下的红利

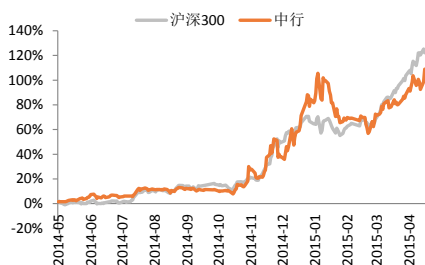
推荐 (维持)

现价: 4.56 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.boc.com
大股东/持股	汇金/67.72%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	294,388
流通 A 股(百万股)	195,525
流通 B/H 股(百万股)	98,863
总市值(亿元)	13,052
流通 A 股市值(亿元)	9,611
每股净资产(元)	4.17
资本充足率(%)	13.63

行情走势图



证券分析师

励雅敏 投资咨询资格编号
S1060513010002
021-38635563
LIYAMIN860@pingan.com.cn

黄耀锋 投资咨询资格编号
S1060513070007
021-38639002
HUANGYAO FENG558@pingan.com.cn

研究助理

闵良超 一般证券业务资格编号
S1060114070016
021-38631527
MINLIANGCHAO175@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 人民币国际化、一带一路贯穿 2015 年全年

大行的发展机遇与国内及全球经济、产业政策红利高度相关。随着中国未来成为全球第一大经济体, 中国银行业将迎来全球资源再平衡: 产能走出去的“一带一路”战略实施和人民币国际化的加快。我们认为人民币国际化和一带一路将贯穿 2015 年全年: 1) 人民币跨境支付系统 (CIPS) 最早将于 2015 年 8、9 月份上线, 加速人民币跨境业务基础设施建设; 2) IMF 将于 2015 年 11 月对特别提款权 (SDR) 的权重和币种进行调整, 人民币有望被纳入 SDR 中; 3) 资本项目逐步实现自由兑换; 4) 一带一路战略及相关配套措施持续推进。企业走出去的加快推进, 将在进出口贸易、境外投融资、工程承包与劳务合作、境外资产托管等方面存在多维度的金融服务需求。

■ 依托海外业务优势, 全球资源再平衡受益最大

人民币国际化和一带一路带来全球资源再平衡, 我们认为中行将成为最为受益银行。中行在国际业务方面积累了: 1) 先发优势, 在人民币国际业务领域, 中行作为首批试点或者独家试点银行, 曾完成多个国家的首笔跨境贸易人民币业务; 2) 渠道优势, 中行在大行中拥有最广泛海外机构分布, 在 14 家清算行资格中独享 7 家清算行资格, 并且与全球各交易所开展广泛合作; 3) 产品优势, 打造结算、贸易融资、现金管理、发债、贷款 5 大业务平台服务企业走出去; 4) 综合化经营布局在大行中最为完备, 满足企业走出去多维度金融需求。我们认为中行将明显受益于人民币国际化和一带一路, 境外贷款增速持续高于境内贷款, 美国加息预期提升境外业务息差, 非息收入优势将进一步得到巩固, 从而境外业务利润贡献度由目前的 20% 提升至 30%。另一方面, 中行的境外贷款质量持续保持良好, 不良率实现连续 3 年趋势性下降, 这也有助于对冲国内经济下行带来的不断攀升的资产质量压力。

■ 改革催生效率, 短期有重回上证 50 指数的催化

近期中行管理层队伍迎来新一轮的补强之后, 我们将看到中国银行通过改革催生效率, 除重振国际业务优势以外, 1) 组织架构的调整进一步夯实业务基础, 未来员工持股计划实施也将激发效率; 2) 网络再造竞争力, 14 年中行的海外信息系统陆续投产实现系统版本与数据运营一体化, 服务境外业务提速, 境内围绕“跨境、小微、社区、民生”初步构建了完备的网络金融服务体系; 3) 短期的催化剂包括 5 月下旬中行有望时隔四年之后重新被纳入上证 50 指数, 我们测算至少给中国银行带来 10 亿元的被动资金配置。

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	346,053	384,413	435,911	461,062	506,600
YoY (%)	9.9	11.1	13.4	5.8	9.9
净利润(百万元)	139,432	156,911	169,595	175,262	188,230
YoY (%)	12.3	12.5	8.1	3.3	7.4
ROE (%)	18.0	17.9	16.4	14.6	14.2
EPS(摊薄/元)	0.48	0.54	0.58	0.60	0.64
P/E(倍)	9.44	8.39	7.92	7.66	7.13
P/B(倍)	1.60	1.38	1.15	1.06	0.97

■ **投资建议：享受全球资源再平衡及机制变革下的红利**

人民币国际化和一带一路的实质性加快推进将贯穿 2015 年全年，中国银行依托国际业务积累的优势，将成为人民币国际化和一带一路最受益银行。近期管理层队伍完成新一轮的补强后，我们将看到中行通过内生改革+员工持股催生效率，网络再造竞争力。短期的催化剂包括 5 月下旬中行有望时隔四年之后重新被纳入上证 50 指数。我们认为中国银行将极大享受全球资源再平衡和机制变革下的红利，目前 15 年 PB 仅 1.06 倍，维持“推荐”评级。

■ **风险因素：人民币国际化和一带一路进展低于预期。**

正文目录

一、人民币国际化、一带一路贯穿 2015 年全年	6
1.1 人民币国际化 2015 年将实质性加快推进	6
1.2 合纵连横，“一带一路”实现企业走出去	8
1.3 人民币国际化和一带一路带来多维度金融需求	9
二、依托海外业务优势，全球资源再平衡受益最大	10
2.1 多年耕耘，海外业务优势领先	10
2.2 中国银行将成为人民币国际化最受益银行	13
2.3 境外资产质量良好，缓解境内压力	15
三、改革催生效率，短期有望重回上证 50 指数的催化	16
3.1 内生改革催生效率.....	16
3.2 网络再造竞争力	18
3.3 时隔 4 年有望重回上证 50 指数.....	19
四、投资建议：享受全球资源再平衡及机制变革下的红利	20

图表目录

图表 1	全球外汇储备格局中仍以美元为主要储备货币.....	6
图表 2	跨境贸易中人民币结算规模高速增长.....	7
图表 3	人民币直接投资结算业务规模也在增长.....	7
图表 4	香港仍是最大的人民币离岸中心.....	7
图表 5	点心债余额已经突破 3500 亿.....	7
图表 6	人民币支付地位上升至全球第 5 位.....	8
图表 7	货币互换协议规模超 3 万亿.....	8
图表 8	中国的过剩产能需要消化.....	9
图表 9	一带一路国家的工业普遍较落后.....	9
图表 10	一带一路大事记.....	9
图表 11	企业走出去需要多维度金融支持.....	10
图表 12	给银行带来产品、客户、渠道和收入四个方面的机遇.....	10
图表 13	人民币结算的清算行模式.....	11
图表 14	人民币结算的代理行模式.....	11
图表 15	中国银行的海外资产规模远超其他大行.....	11
图表 16	中国银行拥有过半的清算行资格.....	11
图表 17	中国银行拥有完善的国际业务产品体系.....	12
图表 18	中行的综合化经营布局在大行中最为完备.....	13
图表 19	2014 年中行的跨境人民币结算量同比增 34%.....	14
图表 20	中行的非息收入占比大行中最高.....	14
图表 21	海外贷款增速将高于境内贷款.....	14
图表 22	海外业务息差持续提升.....	14
图表 23	中行海外利润贡献度在提升.....	15
图表 24	综合化经营收入贡献在提升.....	15
图表 25	中行制造业和批发业贷款占比高于其他大行.....	15
图表 26	中行的不良生成率好于大行平均.....	15
图表 27	中行的境内资产质量压力高于同业.....	16
图表 28	中行的境外资产质量良好缓解境内压力.....	16
图表 29	中国银行管理层队伍将迎来新一轮的补充.....	17
图表 30	上市银行中仅民生和招行公布了员工持股计划.....	18
图表 31	中行围绕“跨境、小微、社区、民生”初步构建了完备的网络金融服务体系.....	19
图表 32	转债转股后中国银行成交金额快速上升.....	20
图表 33	中国银行过去一年日均成交金额排名第十位.....	20
图表 34	中国银行过去一年的日均总市值排名第五.....	20
图表 35	跟踪上证 50 指数的 ETF 规模达到 500 亿.....	20

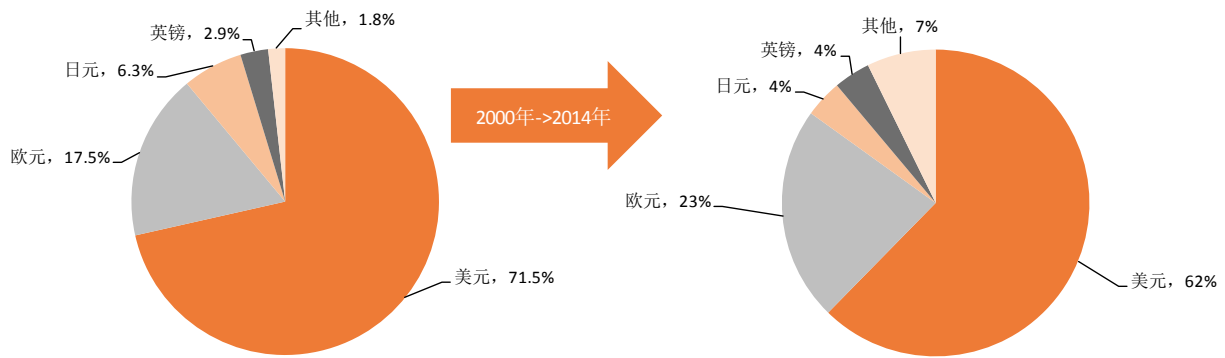
图表 36	公司盈利预测一览	21
图表 37	银行估值比较表	22

一、人民币国际化、一带一路贯穿 2015 年全年

1.1 人民币国际化 2015 年将实质性加快推进

布雷登森林体系瓦解之后，全球货币格局形成美元为主导，欧元、日元为辅的体系，截止 2014 年底美元占据全球外汇储备 62%，欧元在外汇储备中占比 23%，日元和英镑分别占据 4%，其他货币合计仅占 7%。另一方面，随着全球经济发展，世界格局也在发生变化，中国 GDP 总量已经接近美国水平，依靠出口贸易积累了大量外汇储备，成为美国最大债权国。虽然美元作为主要储备货币的份额在过去 10 年间出现一定幅度的下降，其他货币的份额由 2000 年的 2% 提升至目前的 7%。但是中国在全球经济分工中作为一个生产大国，人民币并未获得与经济实力相匹配的大国地位。一国货币要成为储备货币，需要满足以下条件：1) 货币可自由兑换和自由流进流出；2) 汇率和利率市场化；3) 发达的金融机构和资本市场。客观来讲这三个条件目前中国均未完全符合，但是中国正在从几个方面推进人民币国际化战略：

图表1 全球外汇储备格局中仍以美元为主要储备货币

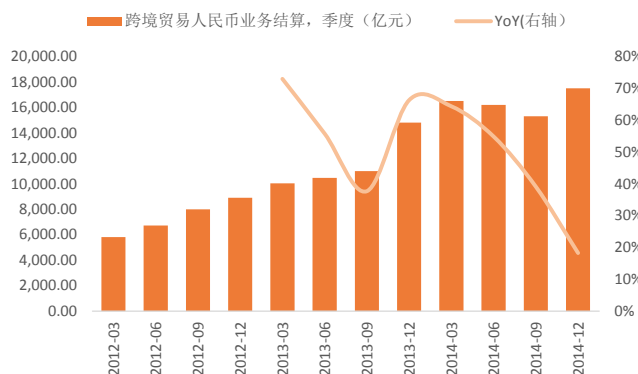


资料来源：WIND、平安证券研究所

- 促进跨境贸易和对外直接投资中人民币的使用

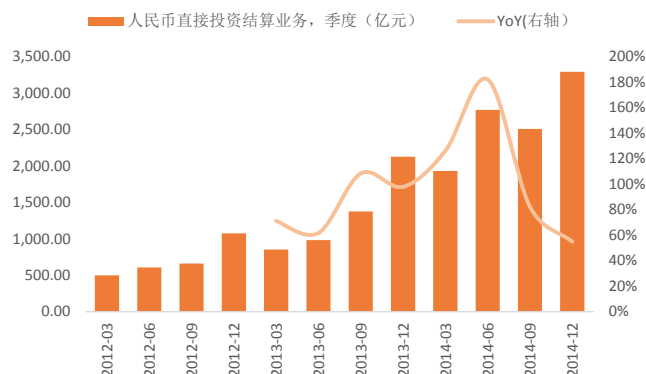
人民币要最终成为储备货币，首先得成为结算货币和投资货币从而逐渐被接受。05 年汇改以来的人民币的单边升值趋势使得贸易收款方对采取人民币结算的需求大增，而对于国内企业来说直接人民币结算可以有效规避汇率风险。2011 年在跨境贸易人民币结算试点基础上，开始试点境外直接投资人民币结算业务。试点至今，我国跨境人民币结算量累计突破 16 万亿元，货物贸易中以人民币结算的金额占同期海关进出口总额的比重提高到 16% 左右，人民币成为中国对外经贸投资往来的第二大支付结算货币。

图表2 跨境贸易中人民币结算规模高速增长



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表3 人民币直接投资结算业务规模也在增长



资料来源: WIND、平安证券研究所

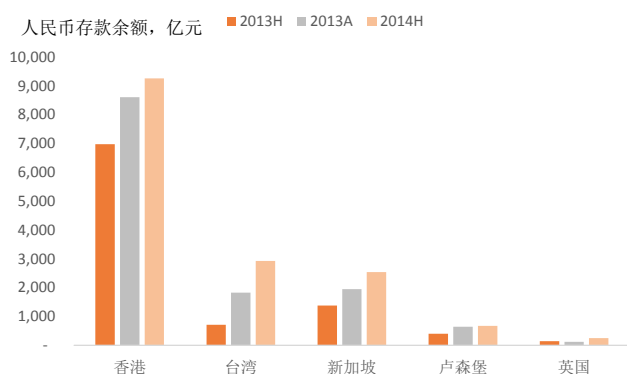
● 建立人民币离岸中心

人民币实现真正的国际化除在贸易结算中使用, 需要为境外留存的人民币建立发达的离岸交易市场, 从而使得人民币真正成为投资货币和储备货币。目前亚洲和欧洲已经设立多个人民币离岸中心, 而香港依托在人民币跨境业务上的优势以及政府的支持, 有望成为最主要的离岸中心: 1) 目前香港有最大的人民币存款市场份额; 2) 香港有丰富的人民币产品, 包括人民币计价股票、点心债、A 股 ETF, 同时 RQFII 批复额度加快也使得离岸人民币回流在岸的通道打通。我们也看到, 随着中国与多个国家和地区签署人民币清算协议, 新加坡、伦敦也纷纷加入人民币离岸中心的竞争, 包括上海自贸区未来也有望建立一个离岸人民币市场。

● 通过货币互换提供人民币流动性

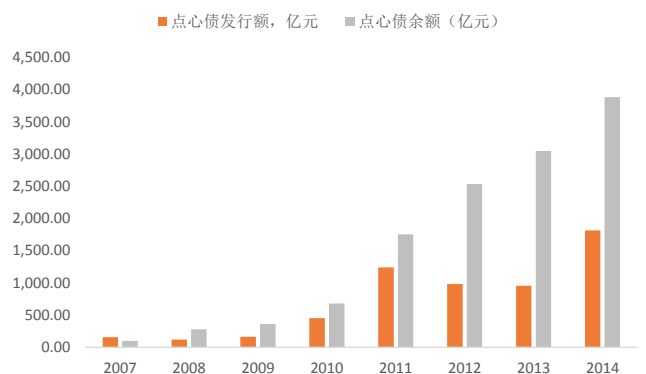
随着人民币作为贸易结算货币的地位在上升, 中国积极通过货币互换来提供人民币流动性。自 2008 年 12 月以来, 央行已经跟 28 个国家和地区的央行签署了总额近 3 万亿元人民币的央行货币互换协议。相比由于贸易驱动的人民币跨境结算和人民币离岸中心的建设, 货币互换协议更多是一种承诺, 在近些年对人民币国际化的推动要明显弱于前两个。

图表4 香港仍是最大的人民币离岸中心



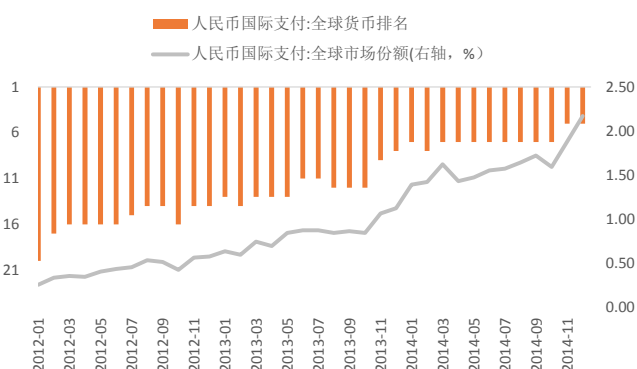
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表5 点心债余额已经突破3500亿



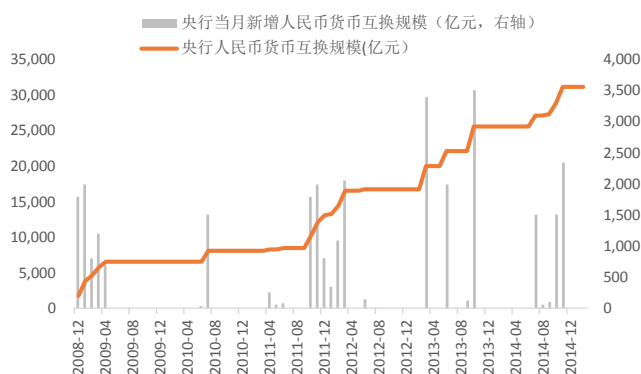
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表6 人民币支付地位上升至全球第5位



资料来源: swift、平安证券研究所

图表7 货币互换协议规模超3万亿



资料来源: WIND、平安证券研究所

人民币国际化进程快速发展,随着人民币汇率浮动区间扩大、资本项目可自由兑换提速和利率市场化加速推进,人民币现已成为全球第二大贸易融资货币、第六大交易货币。**2015年人民币国际化将面临三大机遇:**

1)人民币跨境支付系统(Cross-border Inter-bank Payment System, CIPS)或将于今年内推出。当前由于资本项目未实现自由兑换,跨境人民币业务主要以清算行模式和代理行模式,跨境支付需要使用环球同业银行金融电信协会(Swift)的系统,而美元、欧元、日元都有自己的独立核心支付系统,如美国就有两套清算系统,一是美联储转移大额付款的系统Fedwire,实时处理美国国内大额资金划拨,二是全球最大私营支付清算系统之一——纽约清算所银行同业支付系统(CHIPS),主要进行跨境美元交易清算。中国的人民币大额支付系统(CNAPS)功能类似美国的Fedwire,主要负责国内人民币清算系统内的大额资金划拨。随着人民币国际化和跨境清算需求的增加,迫切需要跨境人民币支付系统来实现包括人民币跨境贸易和投资的清算、境内金融市场的跨境货币资金清算以及人民币与其他币种的同步收付业务。有媒体报道人民币跨境支付系统已经取得显著进展,将落户中国上海,最早将于2015年8、9月份上线,已选择20家银行参与CIPS测试,包括13家中国银行和七家外资银行的分行。

2)IMF将于2015年11月对特别提款权(SDR)的权重和币种时隔5年之后进行调整,人民币有望被纳入SDR中。布雷顿森林体系瓦解后,SDR共经历三次调整,目前以美元(41.9%)、欧元(37.4%)、英镑(11.3%)和日元(9.4%)四种货币综合为“一篮子”计价单位。央行副行长易纲在2015年两会期间表示中国正与国际货币基金组织讨论将人民币纳入特别提款权(SDR),人民币被纳入SDR即意味着IMF所有成员国通过持有的SDR自动获得人民币敞口,可促进人民币在支付结算、金融交易、储备货币三个维度的使用。

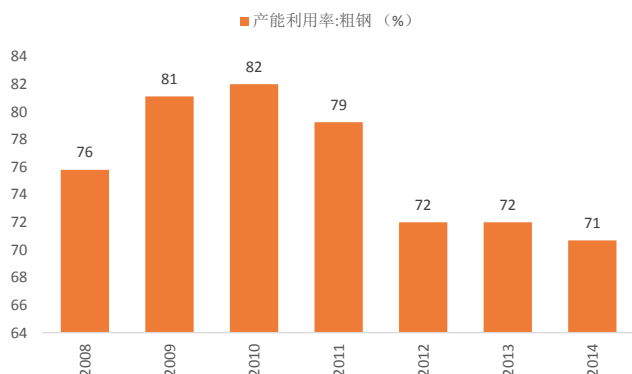
3)资本项目可兑换逐步放开。周小川2015年3月份的时候曾表示争取2015年实现资本项目兑换,通过要使境内境外的个人投资更加便利化、资本市场会更加开放、准备新一轮修改《外汇管理条例》这三大方面的努力来实现资本项目可兑换。

1.2 合纵连横,“一带一路”实现企业走出去

一带一路的最早提出是习近平主席于2013年9月和10月提出要建设“新丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”的战略构想。“一带一路”这条世界上跨度最长的经济大走廊,发端于中国,贯通中亚、东南亚、南亚、西亚乃至欧洲部分区域,东牵亚太经济圈,西系欧洲经济圈,覆盖的人口总量占60%。一带一路作为国家对外战略的重要组成部分,是实现企业走出去和人民币国际化的具体实施:

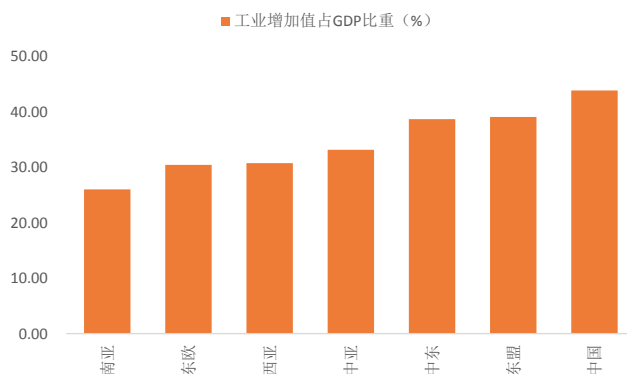
一带一路:产能输出和提升区域影响力。国内很多行业受制于产能过剩,钢铁、水泥、船舶等行业的产能利用率仅不到75%,而国外基础设施建设的需求和空间巨大,中国可以通过将过剩产能输出的方式来实现国内经济去产能和产业升级,同时深化了与一路一带相关国家经贸合作,可以提升中国在周边国家的区域影响力。

图表8 中国的过剩产能需要消化



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表9 一带一路国家的工业普遍较落后



资料来源: WIND、平安证券研究所

一带一路助力人民币国际化。一带一路会带来区域的贸易流通和人民币的货币流通,从而助力人民币国际化。2014年11月,习近平宣布中国将出资400亿美元成立丝路基金,这是专门服务于“一带一路”的营运资金。与此同时,亚洲基础设施投资银行(亚投行)有望成立,中国将是主要股东,亚投行有望成为基础设施建设的重要融资来源,意向创始成员国包括很多欧美发达国家在内的57个国家。亚洲丝路基金、亚洲基础设施投资银行这些金融机构的成立一方面有利于中国消化目前较高的外汇储备,另一方面,若人民币能成为贷款和投资的主要币种之一,将有利于推动人民币在相应国家的进一步国际化。

图表10 一带一路大事记



资料来源: WIND、平安证券研究所

1.3 人民币国际化和一带一路带来多维度金融需求

在人民币国际化和一带一路战略下,我国的资本、产品、技术、服务和人员走出国门参与全球化竞争和国际化经营,在进出口贸易、境外投融资、工程承包与劳务合作、境外资产托管等方面有巨大的金融服务需求来有效规避政治风险、信用风险及汇率风险。这些金融服务需求将给银行带来产品、客户、渠道及收入四个方面的机遇:

- 1) 银行在企业走出去的全过程中提供包括国际贸易结算、贸易融资、财务顾问、银团贷款、工程保险、跨境现金管理、海外账户管理及综合金融服务方案；
- 2) 渠道方面，建立广泛覆盖的人民币清算/结算网络；
- 3) 有效扩充客户，包括走出去企业海外分支机构、离岸客户等；
- 4) 带来利差和中间收入的提升。

图表11 企业走出去需要多维度金融支持

进出口贸易	合同签署阶段，交易对手资信调查；资金备付/备货阶段，银行授信；运输阶段，保险需求；到单/交单阶段，单据真实性审核、简化通关手续；收付款阶段，管理应收账款，规避汇率风险
境外投、融资	根据企业的具体项目、投资和全球布局需求获得综合性的资金融通解决方案 配套专业结算服务，确保资金汇划的及时性和准确性
工程承包	增强自身信用，获取备用信用额度或融资承诺；提前锁定收益，规避市场风险、汇率风险、信用风险等；确保企业及员工享有高效的海外账户等金融服务
现金管理	多元化配置资金，降低集团财务成本，实现资金保值增值
托管服务	资金结售汇及跨境划拨、资金托管服务
个人金融服务	日常个人金融服务、持有资金保值增值

资料来源：平安证券研究所

图表12 给银行带来产品、客户、渠道和收入四个方面的机遇

人民币清算 人民币资金拆借、兑换及衍生 人民币结算（对公、对私） 人民币信贷 ……	产品	收入
扩充有效客户 在中国投资外企境外总部 走出去企业海外分支 离岸客户	客户	渠道
		人民币清算网络/结算网络 海外人民币业务做市商

资料来源：平安证券研究所

二、依托海外业务优势，全球资源再平衡受益最大

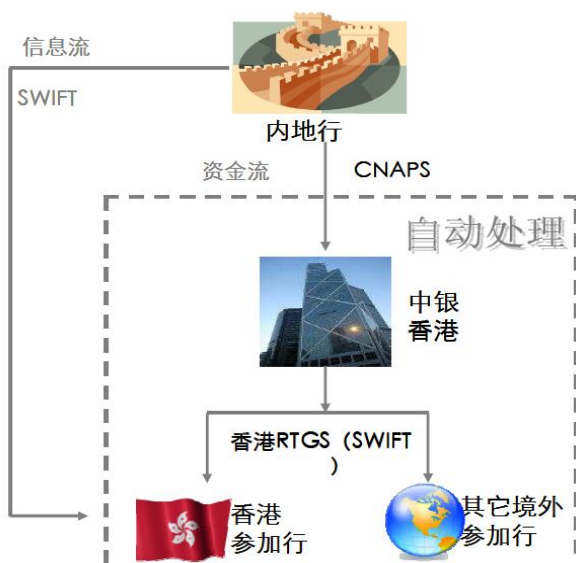
人民币国际化和一带一路加快带来全球资源再平衡，我国的资本、产品、技术、服务和人员走出国门参与全球化竞争和国际化经营为商业银行尤其是大型国有银行带来机遇，我们认为中国银行在国际业务方面积累的先发优势、渠道优势、产品优势将明显受益于人民币国际化和一带一路战略。

2.1 多年耕耘，海外业务优势领先

● 先发优势：

中国银行自成立初期就行使国际汇兑银行和国际贸易专业银行职能，1929 即在伦敦设立中国金融业首家海外分行。在 1949 年以后长期作为外汇外贸专业银行，开展国际贸易结算、非贸易外汇业务，在人民币结算试点业务均是作为首批试点或者独家试点银行。1988 年，中行叙做了国内第一笔出口买方信贷；在人民币跨境贸易结算业务中，中银香港/中银澳门分别作为香港地区和澳门地区独家人民币清算行，完成多个国家的首笔跨境贸易人民币业务。2014 年以来，中行完成银行间市场首笔人民币对欧元直接交易、上海黄金交易所国际板首笔交易，获得沪股通独家结算银行。

图表13人民币结算的清算行模式



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表14 人民币结算的代理行模式



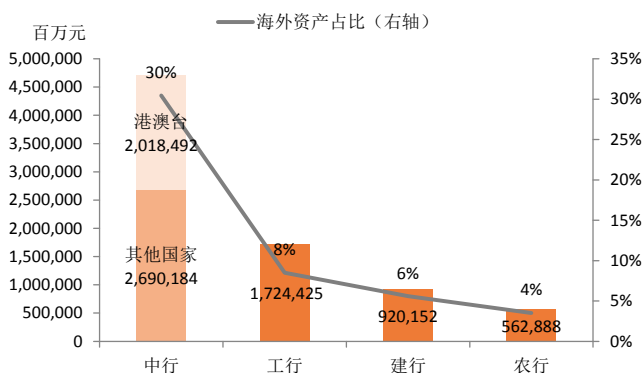
资料来源：公司公告、平安证券研究所

● 广泛的渠道优势：

中行的渠道优势体现在

- 1) 覆盖广泛的物理渠道优势：中国银行目前已拥有超过 11000 家国内分支机构以及遍布全球 29 个国家和地区的 600 多家海外分行、子公司和代表处。境外资产占比高达 30%，远高于其他大行。
- 2) 建立起了全球清算网络。包括香港和澳门独享清算行资格在内，中行共计在 7 个国家和地区担任指定人民币清算行，在央行指定的 14 家境外人民币清算行中席位过半，全球人民币清算网络不断完善。
- 3) 与全球各交易所开展广泛合作。中行深耕交易所合作蓝海，成为新交所结算银行和首家人民币期货合约做市商；推动与伦敦清算所、德意志交易所的系统对接；获得沪股通独家结算银行和港股通结算银行资格。通过与这些交易所的合作，提供交易资金、风控资金、红利、股息等跨境清算服务。

图表15 中国银行的海外资产规模远超其他大行



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表16 中国银行拥有过半的清算行资格



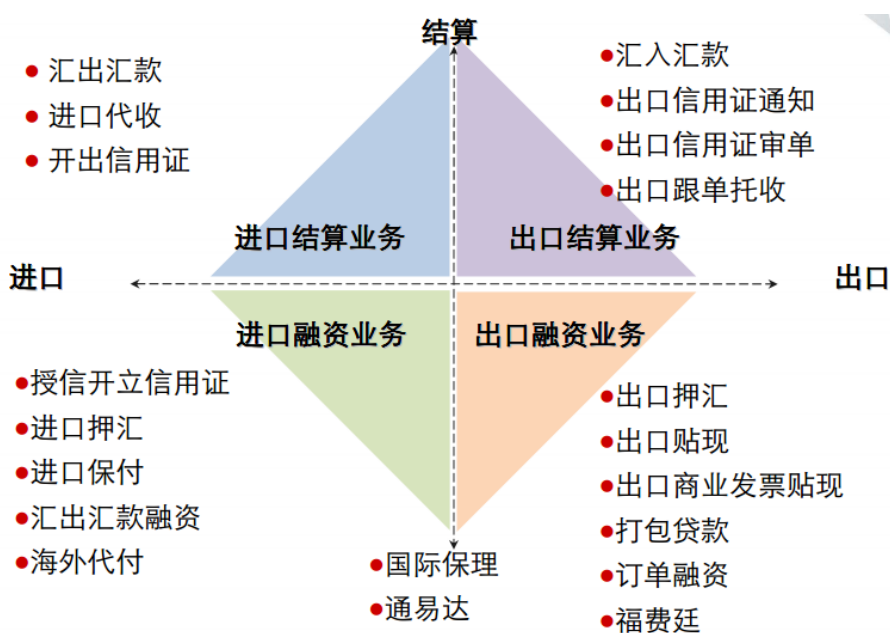
资料来源：公司公告、平安证券研究所

● 完善的产品体系：

中国银行依靠海外业务的先发优势和广泛的渠道优势，实现了涵盖结算、清算、信贷、资金、债券、理财、投资等服务企业走出去的全产品线：

- 1) 贸易金融方面，中行拥有一整套产品来满足企业在进出口结算业务、进出口融资业务的需求；
- 2) 债券发行包揽了迄今所有发达国家政府机构发行离岸人民币债券的主承销商资格；在离岸市场成功首发“大洋债”、“申根债”和“凯旋债”，并相继为英国政府、加拿大不列颠哥伦比亚省政府、澳大利亚新南威尔士州政府、法国社会保障基金发行离岸主权级人民币债券。
- 3) 跨境人民币双向资金池、集中收付等跨境现金管理产品，有效满足跨国企业客户实际需求。

图表17 中国银行拥有完善的国际业务产品体系



资料来源：公司网站、平安证券研究所

● 综合化布局大行中最为完备

中国银行在综合化经营方面走在了大行的前面，业务布局在大行中最为完备。截止目前中行控股 8 家非商业银行子公司，其中区域分布上境内 3 家，香港 4 家，新加坡 1 家，涉及主要业务包括投行、保险、直投、基金、消费金融、金融租赁。综合化的布局可满足企业在走出去的过程中投融资、资产托管、帐户管理等一系列需求，提供投资银行业务、保险业务、租赁业务甚至产业投资等全方位一体化的综合金融服务。

图表18 中行的综合化经营布局在大行中最为完备

银行	证券公司	保险公司	信托公司	基金管理公司	租赁公司	股权投资基金	资产管理公司	投资公司	财务公司	消费金融公司
工行	工银国际	金盛人寿		工银瑞信	工银金融租赁	工银海航(天津)股权投资 投资基金				
建行	建银国际	昆士兰联保&太平洋安盛 &建信人寿	建信信托	建信基金	建信金融租赁					
农行	农银国际	农银国际控股(前农银国 际保险)		农银汇理	农银金融租赁				农银财务	
中行	中银国际控股 (100%)/中 银国际证券 (37.14%)	中银集团保险(100%)& 中银集团人寿(100%)		中银基金 (83.5%)	中银航空租赁 (100%)	渤海产业投资基金&中银 国际基建基金&中国文化 产业投资基金: (100%)	中银国际保诚 (100%)	中银集团投资 (100%)		中银消费金融 (51%)
交行	交银国际	交银康联&交银保险	交银国际信托	交银施罗德	交银金融租赁	交银国际(上海)股权投资 管理公司	交银国际资产 管理公司		交银财务	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.2 中国银行将成为人民币国际化最受益银行

面对人民币国家化和一带一路带来的历史机遇，中行发挥多年耕耘海外市场积累的先发优势、渠道优势、产品优势以及综合化布局优势的同时，也积极响应人民币国际化和一带一路。中国银行积极参与跨境人民币市场的基础设施建设，通过打造 5 大业务平台来更好的服务企业走出去：

1) 跨境人民币市场的基础设施建设。

中国银行在跨境人民币结算市场份额超过 30%，2014 年跨境人民币结算金额突破 5 万亿，稳居市场第一。中行未来规划将加大投入跨境人民币市场的基础设施建设以巩固人民币结算的市场地位：一方面，未来的网点规划扩张以非洲、东南亚、拉丁美洲为主，服务网点更多向一带一路区域覆盖，网点布局更加全球化和分散化。另一方面，深度参与人民银行主导的 CIPS (人民币跨境支付系统)，基础设施的完善将放大中国银行人民币结算的绝对优势。

2) 打造 5 大业务平台服务企业走出去。

中国银行为发挥在国际业务方面的优势，更好服务一带一路，提出打造 5 大业务平台，包括跨境人民币结算产品、跨境人民币贸易融资、人民币全球现金管理、境外人民币发债和跨境人民币贷款五大平台。

我们认为中行将最为明显受益于人民币国际化和一带一路的机遇，2015 年我们将看到

- 境外贷款增速持续高于境内贷款，息差正面提升力度加大

由于境内经济处于三期叠加期，央行维持中性货币政策，2015 年 M2 增速目标仅为 12%。但是随着一带一路方案和企业走出去战略实施，我们预计中行的境外贷款增速将明显高于境内贷款，2015 年或可达到 30%。2015 年中行力争一路一带授信 200 亿美元，并且未来三年不低于 1000 亿美元。力争 2015 年出口信贷和结构化融资项目金额达到 100 亿美元。

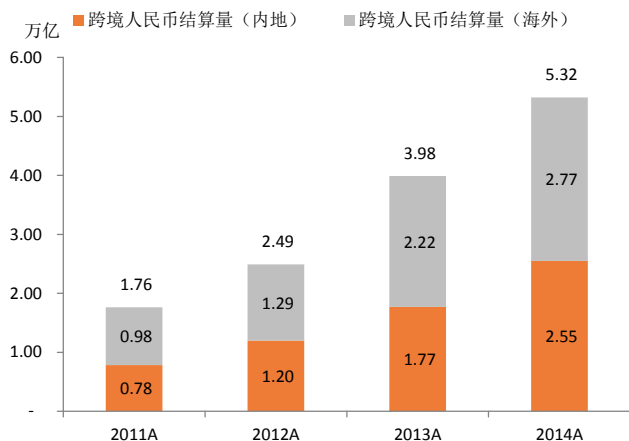
同时，受美国 QE 退出和美国加息预期的影响，中行境外业务的净息差处于持续提升趋势，对集团净息差的正面贡献力度逐渐加大，一定程度抵消境内息差受降息和利率市场化影响而持续收窄。

- 收入结构进一步优化，境外业务利润贡献提升

目前中国银行的非利息收入占比虽然是大行中最高的，但是由于过去几年人民币相对美元呈现单边升值趋势，拥有最大美元资产的中国银行受汇兑损失拖累，使得非利息收入占比相对于其他大行的优势在逐步缩小。

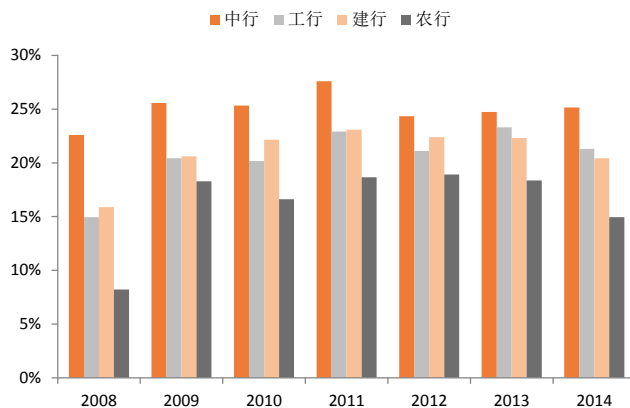
未来人民币国际化和一带一路的实施，除提升利息收入外，一方面提升结算清算、托管管理等手续费收入以及综合化经营收入，另一方面中行完备的多元化平台竞争优势可以满足企业在走出去的过程中对于综合金融的需求，同时美元升值趋势下汇兑收益的正贡献。我们预计非利息收入占比将在未来三年内提升至 40%，境外业务利润贡献度达到 30%。

图表19 2014年中行的跨境人民币结算量同比增34%



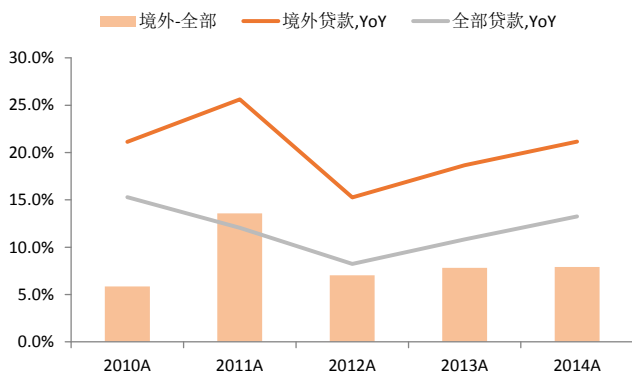
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表20中行的非息收入占比大行中最高



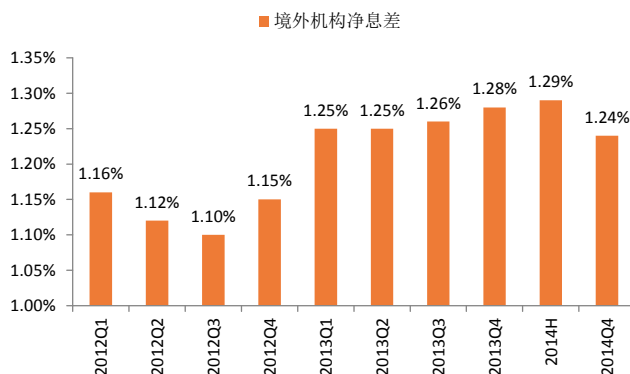
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表21 海外贷款增速将高于境内贷款



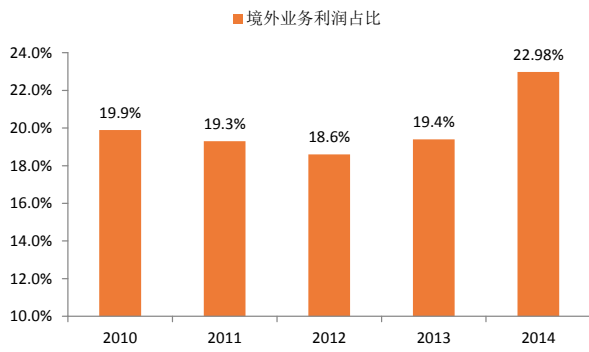
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表22 海外业务息差持续提升



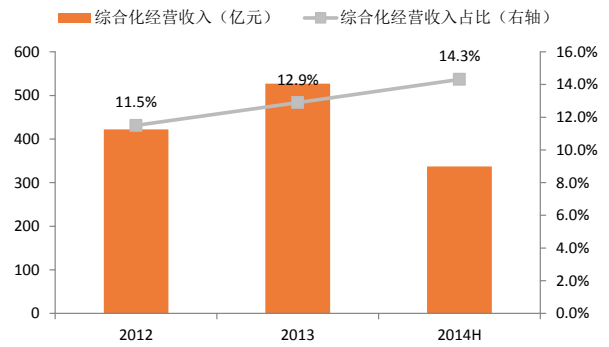
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表23 中行海外利润贡献度在提升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表24 综合化经营收入贡献在提升



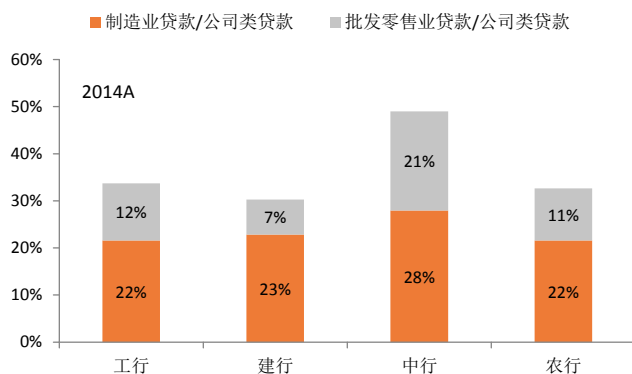
资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.3 境外资产质量良好，缓解境内压力

中国银行15年1季度末不良率1.33%，环比上升15BPs，与大行整体不良率自14年4季度以来加速上升的趋势一致。这一轮经济下行趋势下，银行的资产质量压力暴露呈现几个特点：1) 资产质量压力主要集中在长三角地区，但出现向环渤海地区、珠三角地区以及中西部地区扩散趋势，2) 行业上主要集中小微企业比较集中的制造业和批发零售业，但也开始向大中型企业蔓延，所以我们看到14年4季度以来银行间资产质量的分化，大行的资产质量压力要高于中小银行。中行相比其他大行的贷款分布而言，行业上制造业和批发零售业的占比合计49%，远高于大行平均占比36%；区域上中行在资产质量压力较大的华东地区的贷款占比也远远高于其他3家大行。有别于其他大行的贷款结构，使得中行境内资产质量压力高于同业，2014年中行的不良率同比上升31bps,高于工行（19bps）和建行。

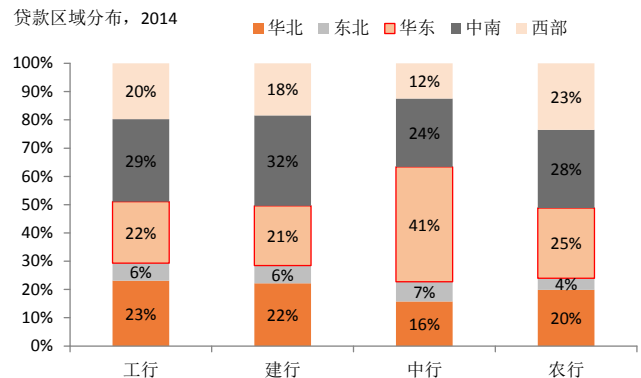
相比境内业务资产质量压力加速上升，中行境外贷款的资产质量良好，2012年至今呈现一个趋势性震荡下降趋势，一定程度上缓解了境内资产质量恶化的压力。未来几年中行把握人民币国际化和一带一路支持企业走出去战略机遇，境外贷款增速将持续高于境内贷款，境外贷款占比持续提升，将更加有助于对冲国内经济下行形势下的不断攀升的资产质量压力。

图表25 中行制造业和批发业贷款占比高于其他大行



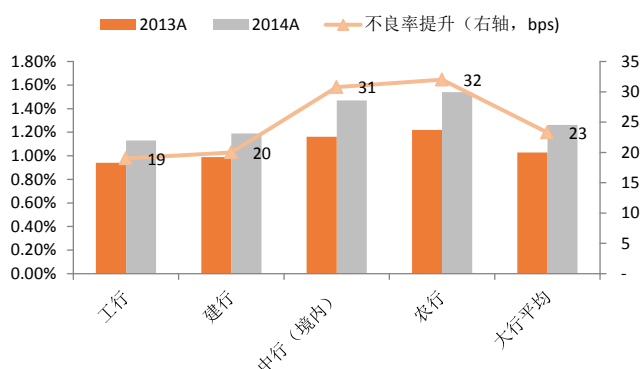
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表26 中行的不良生成率好于大行平均



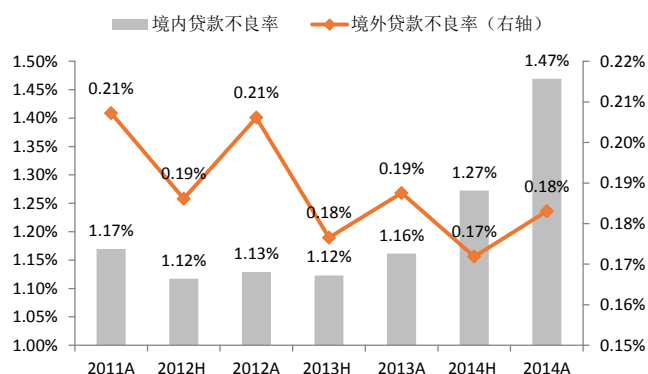
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表27 中行的境内资产质量压力高于同业



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表28 中行的境外资产质量良好缓解境内压力



资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、改革催生效率，短期有重回上证 50 指数的催化

在新一届管理层到位后，中行上下明确了业务重点，提出需要把握的战略机遇包括“人民币国际化、利率市场化，以及移动互联的大发展”三大方面，2015 年我们将看到中国银行通过内生改革催生效率，除重振国际业务优势、打造综合经营平台以外，1) 网络再造竞争力；2) 短期的催化剂包括中行有望时隔四年之后再次被纳入上证 50 指数。

3.1 内生改革催生效率

● 管理层队伍迎来新一轮补强

中行在新一任董事长和行长到位之后，近两年来进行了新一届管理层的更替。2014 年两位副行长到位，张金良副行长负责分管财务、风控，任德奇副行长负责分管金融市场业务。2015 年随着分管个人金融业务的祝树民副行长调任农发行行长、分管公司业务的岳毅副行长调任中银香港总裁以及信贷风险总监詹伟坚合同到期，中行将继续迎来几位新的副行长，其中既包括外部调用（许罗德曾任央行支付结算司司长和中国银联总裁、朱鹤新在交通银行工作长达 22 年），也包括内部调用（高迎新、谢平均在中行系统有多年的工作经历）。经过近两年时间，中行基本完成了管理层队伍的更替。

图表29 中国银行管理层队伍将迎来新一轮的补充

管理层	职务	主要分管领域/工作经历
田国立	董事长	主持党委、董事会全面工作
陈四清	行长	全面支持管理层工作
李早航	副行长	主管中银国际控股、中银国际证券、中银投、中银集团保险、中银基金等。2000年加入中国银行任副行长，2004年起任中行执行董事
张金良	副行长	分管财务、风控、信审、法规。自1997年加入中行，在总行财会部工作多年，先后担任总行财会部副总经理，后出任总行财务管理部总经理，中行北京市分行行长。
任德奇	副行长	分管上海人民币交易业务总部，全球市场部、投资银行与资产管理部、托管业务部等。之前历任中国建设银行信贷审批部副总经理、风险监控部总经理、授信管理部总经理、湖北省分行行长
祝树民	副行长（离任）	原分管个人金融业务、银行卡中心、支付清算、渠道管理部等。现调任农发行任行长
岳毅	副行长（离任）	原分管公司金融业务，现任中银香港副董事长、执行董事和总裁。
詹伟坚	信贷风险总监（离任）	合同到期已离职
许罗德	副行长（拟）	历任中国人民银行办公厅秘书处处长、办公厅副主任、中国人民银行支付结算司司长。2007年8月起任中国银联总裁、党委书记。2013年9月起任上海黄金交易所理事长、党委书记。
朱鹤新	副行长（拟）	交通银行工作长达22年，曾任该行公司业务总监兼北京管理部常务副总裁，自2011年10月起至今兼任北京市分行行长。
高迎欣	副行长（拟）	在中行系统工作近30年，于1999年6月至2004年7月出任总行公司业务部总经理，2004年7月至2005年2月担任中银国际控股有限公司总裁兼首席运营官，2007年12月起兼任南洋商业银行(中国)副董事长，2014年4月起兼任南洋商业银行董事长。
谢平	信贷风险总监（拟）	曾在中行南京分行工作了11年，2002年出任中行江苏省分行副行长，2005年出任中行公司部总经理，2009年出任中行江苏省分行行长

资料来源：公司公告、平安证券研究所

● 组织架构调整夯实业务基础

在中国银行新一届管理层到位之后，通过组织架构调整来夯实业务基础：1) 本次调整前，中国银行在总行层面管理人员最大的大行，业务开展过程中存在“多头管理”现象致使效率低下。本次组织架构调整开始于2013年7月底，通过撤销5大业务总部（公司金融、个人金融、金融市场、风险管理、运营服务），将总行60个一级部门和400个二级处室缩减至36个部门和6个直属机构。2) 成立财富管理私人银行部、全球市场部、投资银行与资产管理部等新兴业务部门并且作为一级部门，有助于中行通过提供全方位金融服务来夯实业务基础。

● 员工持股计划激发效率

国有银行目前缺乏长期的激励机制，对于时点性的规模指标、收益指标、回报率指标和资产质量指标等考核特点是相对短期化、结果导向。在对于高管和普通员工的激励上也相对采用更多的现金奖金等模式。海外银行业机构授予高管公司股票或认股权证作为激励是非常常规的做法，有效的将高管的长期利益同公司的长期发展结合在一起，保障了优秀的管理团队的稳定。在等待财政部关于国有金融企业开展员工持股计划的有关文件出台之后，我们预计中国银行将是国有大银行中最早一批实施员工持股计划的银行。

图表30 上市银行中仅民生和招行公布了员工持股计划

方案对比	招行	民生	交行	招行
时间	2015年4月	2014年11月	2014年9月	2008年3月
进度	公布方案	公布方案	实施	未实施
股票来源	定向增发	定向增发	二级市场购买	定向增发A股限制性股票
参加对象	第一批包括本公司董事、监事、高级管理人员、中层干部、骨干员工，以及本公司下属全资子公司的高级管理人员在内的不超过8500人	公司核心员工	部分董事、监事和高级管理人员、及省分行、直属分行、海外分行、总行部门及子公司负责人等核心管理人员共 378 人	不含董事、监事以及高级管理人员，激励对象为公司核心专业和管理骨干，第一批激励对象约1150名
规模	第一期60亿元，第二期、第三期分别为20亿元	80亿	0.6亿	第一期增发8000万股，规模估算为13亿，第二期增发6700万股
定增价格/二级市场购买价格(元)	13.8	5.6	4.29~4.36	授予价格为公告前一日收盘价和公告前三十日交易均价的较高者。购买价格为授予价格的50%。估算为16.3元
最近一年BVPS(元)	12.47	6.97	5.65	4.62
购买价对应PB(倍)	1.11	0.80	0.76	3.53
锁定期	3年			5年
附加条款	Na			激励对象解锁时股权激励收益最高不超过激励对象薪酬总水平的50%，超过部分的收益由公司董事会议处置

资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.2 网络再造竞争力

面对互联网金融对传统金融体系的重构，大银行由于在信息技术、客户群体等方面的优势积累，与中小银行积极与BAT等互联网巨头合作不同，大行选择独立构建互联网金融生态圈。工商银行近期发布了“E-ICBC”互联网金融品牌，中国银行也基于“中银易商”为核心搭建了完整的网络金融服务体系，围绕跨境、小微、社区、民生四个重点，共推出29项网络金融创新产品，覆盖网络“支付、理财、融资、跨境、产业链、O2O综合服务”六大业务线。其中：

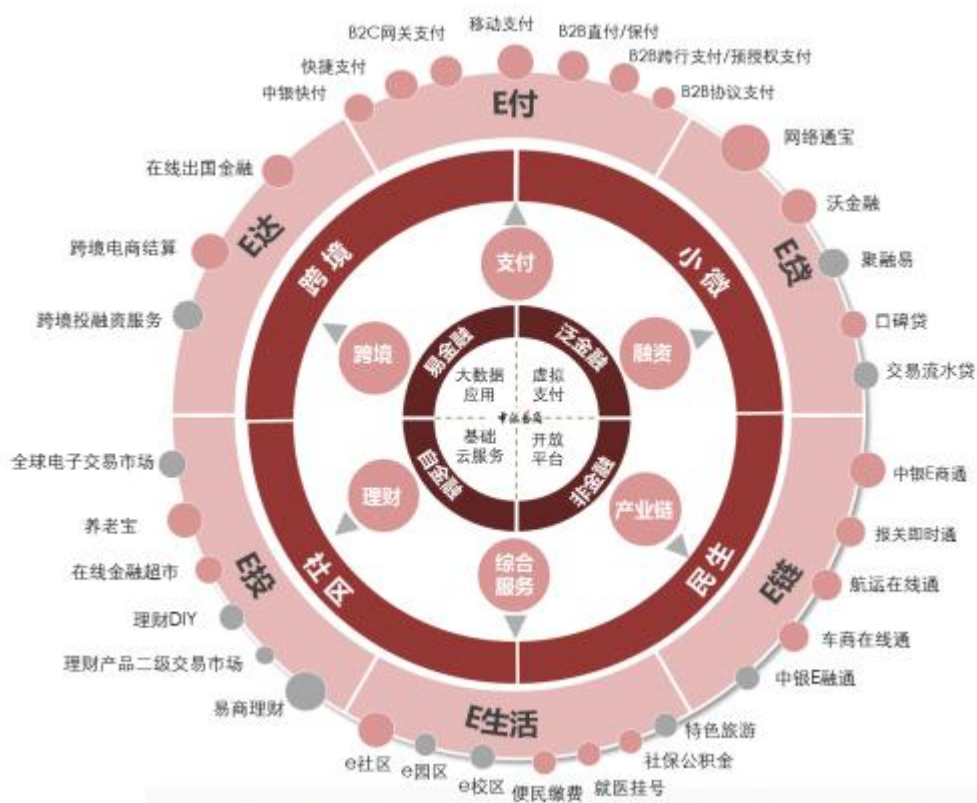
报关及时通：快速响应京津冀一体化、长江经济带发展战略，同业首发“一体化电子保函通关”服务；2014年报关即时通新增交易金额突破4765亿，市场份额35.49%，连续8年保持市场占有率第一。

跨境电商支付结算：2014年与34家第三方支付机构/电商企业合作提供“跨境电商支付结算”服务，覆盖了近80%获跨境支付牌照的第三方支付机构，跨境电商的合作范围、业务广度领先同业。

网贷通宝：积极发展普惠金融，通过银企平台对接、利用大数据决策引擎创新小微企业网络融资新模式，推出申请、审批、签约、提款、还款、监控全流程“六个在线”的网络融资新产品-“网络通宝”，2014年内累计发放贷款合计1773亿元。

提升信息科技和运营服务能力。中行着力建设全球一体化信息科技服务能力，稳步推进海外信息系统整合转型项目实施。2013年亚太地区投产后运行稳定，业务支撑能力显著提升，2014年圆满完成欧非地区投产，实现了超过2/3的海外机构系统转型、版本统一、数据集中和运营管理一体化，为中国“走出去”客户提供更加完善、高效、多元的优质服务，为巩固和扩大中行人民币国际化的领先优势，增强多维度、多层次撮合交易能力提供广阔的国际化平台。

图表31 中行围绕“跨境、小微、社区、民生”初步构建了完备的网络金融服务体系



资料来源：公司公告、平安证券研究所

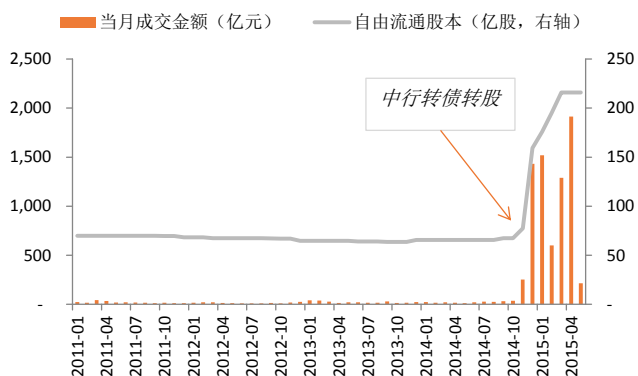
3.3 时隔 4 年有望重回上证 50 指数

中国银行在 2011 年 7 月被调出上证 50 指数之后,有望时隔 4 年之后再次调入上证 50 指数成分股,在上证 50 指数中的权重可达 2%,根据我们测算,预计带来至少 10 亿元的被动资金配置,约占日均成交金额(年初以来为 67 亿)的 15%/自由流通市值的 1%,如果进一步考虑上证 50 期权和上证 50 股指期货对于上证 50 成分股的配置需求,对于中国银行带来的增量资金需求将更大。

上证 50 指数样本股选取方法:对上证 180 指数样本股根据过去一年的日均总市值和日均成交金额进行综合排名(分别排名后相加得到综合排名),选取综合排名前 50 名进入上证 50 指数成分股,入选成分股的权重按照自由流通市值加权得到。专家委员会一般在每年的 5 月和 11 月的下旬开会审核上证 180 和上证 50 指数样本股,样本股调整实施时间分别是每年 6 月和 12 月的第二个星期五收盘后的下一交易日。

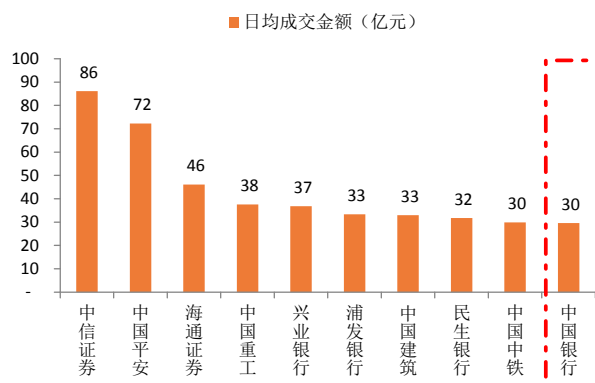
中国银行有望时隔 4 年之后再次纳入上证 50 指数。中国银行 2011 年由于较低的自由流通股本和较低的交易量被剔除上证 50 样本股。2014 年 12 月以来,中国银行转债转股以及交易活跃,使得中国银行月度交易金额出现几十倍的增长。按照过去一年的日均交易金额排名,中国银行在上证 180 成分股中可以排到第十名,按照过去一年的日均总市值排名,中国银行在上证 180 成分股中排名第五名,综合排名来看有望时隔 4 年之后再次纳入上证 50 指数。如果被纳入,按照自由流通市值加权,中国银行在上证 50 指数中的权重可达到 2%,按照目前跟踪上证 50 指数的 ETF 规模 500 亿测算,会带来中国银行 10 亿被动资金的配置,约占日均成交金额(年初以来为 67 亿)的 15%/自由流通市值的 1%,如果进一步考虑上证 50 期权和上证 50 股指期货对于上证 50 成分股的配置需求,对于中国银行带来的增量资金需求将更大。

图表32 转债转股后中国银行成交金额快速上升



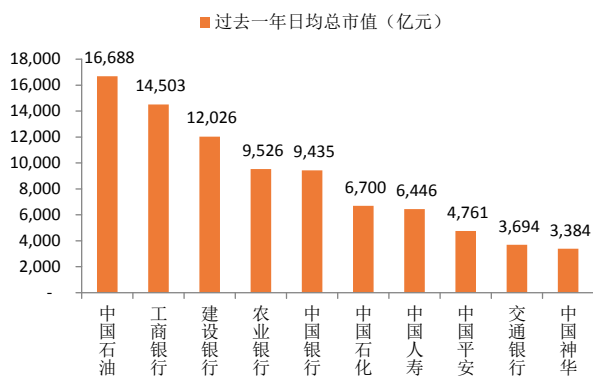
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表33 中国银行过去一年日均成交金额排名第十位



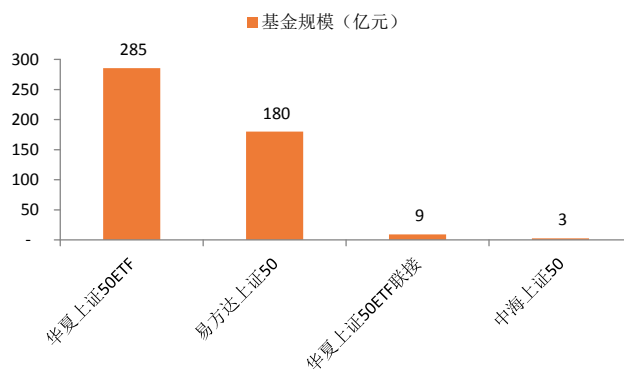
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表34 中国银行过去一年的日均总市值排名第五



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表35 跟踪上证50指数的ETF规模达到500亿



资料来源: WIND、平安证券研究所

四、投资建议：享受全球资源再平衡及机制变革下的红利

人民币国际化和一带一路的实质性加快推进将贯穿 2015 年全年，中国银行依托积累的国际业务优势，将成为人民币国际化和一带一路最受益银行。近期管理层队伍完成新一轮的补强后，我们将看到中行通过内生改革+员工持股催生效率，网络再造竞争力。短期的催化剂包括 5 月下旬中行有望时隔四年之后重新被纳入上证 50 指数。我们认为中国银行将极大享受全球资源再平衡和机制变革下的红利，目前 15 年 PB 仅 1.06 倍，维持“推荐”评级。

风险因素：人民币国际化和一带一路进展低于预期。

图表36 公司盈利预测一览

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E		2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
每股指标 (RMB)						经营管理 (%)					
EPS (摊薄/元)	0.48	0.54	0.58	0.60	0.64	贷款增长率	8.2%	10.8%	11.5%	12.0%	11.0%
BVPS (摊薄/元)	2.86	3.31	3.95	4.29	4.70	生息资产增长率	6.5%	9.2%	10.1%	9.3%	10.4%
每股股利	0.18	0.20	0.19	0.20	0.21	总资产增长率	7.2%	9.4%	9.9%	9.3%	10.4%
分红率	35.0%	35.0%	33.0%	33.0%	33.0%	存款增长率	4.0%	10.1%	7.8%	7.0%	9.0%
资产负债表 (Rmb mn)						盈利管理 (%)					
贷款总额	6,864,694	7,607,789	8,483,271	9,501,263	10,546,402	付息负债增长率	6.2%	9.2%	8.9%	7.2%	9.2%
证券投资	2,250,712	2,297,293	2,758,342	3,014,489	3,294,423	净利息收入增长率	12.7%	10.4%	13.2%	3.4%	8.9%
应收金融机构的款项	1,150,398	1,380,294	1,130,211	1,299,743	1,452,793	手续费及佣金净收入	8.1%	17.4%	11.1%	12.0%	12.0%
生息资产总额	12,117,922	13,231,669	14,574,508	15,932,874	17,597,734	营业收入增长率	9.9%	11.1%	13.4%	5.8%	9.9%
资产合计	12,680,615	13,874,299	15,251,382	16,665,787	18,407,230	拨备前利润增长率	10.0%	14.3%	18.4%	4.8%	9.9%
客户存款	9,173,995	10,097,786	10,885,223	11,647,189	12,695,436	税前利润增长率	11.1%	13.6%	8.8%	3.3%	7.4%
计息负债总额	11,369,346	12,414,318	13,517,116	14,490,928	15,819,119	净利润增长率	12.3%	12.5%	8.1%	3.3%	7.4%
负债合计	11,819,073	12,912,822	14,067,954	15,357,152	16,973,426	非息收入占比	20.2%	21.4%	20.9%	22.2%	22.6%
股本	279,147	279,365	288,731	294,388	294,388	成本收入比	33.6%	32.5%	29.9%	29.9%	29.9%
股东权益合计	824,677	923,916	1,140,859	1,261,561	1,382,229	信贷成本	0.29%	0.32%	0.60%	0.60%	0.65%
利润表 (Rmb mn)						盈利能力 (%)					
净利息收入	256,964	283,585	321,102	332,004	361,519	NIM	2.15%	2.24%	2.25%	2.16%	2.14%
净手续费及佣金收入	69,923	82,092	91,240	102,189	114,451	拨备前 ROAA	1.69%	1.78%	1.92%	1.84%	1.84%
营业收入	346,053	384,413	435,911	461,062	506,600	拨备前 ROAE	26.7%	27.0%	27.1%	24.4%	24.4%
营业税金及附加	-22,925	-23,965	-26,224	-30,544	-33,561	ROAA	1.14%	1.18%	1.16%	1.10%	1.07%
拨备前利润	206,767	236,287	279,859	293,167	322,067	ROAE	18.0%	17.9%	16.4%	14.6%	14.2%
计提拨备	-19,387	-23,510	-48,381	-53,954	-65,155	流动性 (%)					
税前利润	187,380	212,777	231,478	239,213	256,912	分红率	35.0%	35.0%	33.0%	33.00%	33.00%
净利润	139,432	156,911	169,595	175,262	188,230	贷存比	74.8%	75.3%	77.9%	81.58%	83.07%
资产质量						资本状况					
NPL ratio	0.95%	0.96%	1.18%	1.40%	1.45%	贷款/总资产	54.1%	54.8%	55.6%	57.01%	57.29%
NPLs	65,448	73,271	100,494	133,018	152,923	债券投资/总资产	17.7%	16.6%	18.1%	18.09%	17.90%
拨备覆盖率	236%	229%	188%	159%	154%	银行同业/总资产	9.1%	9.9%	7.4%	7.80%	7.89%
拨贷比	2.24%	2.20%	2.21%	2.23%	2.23%	核心一级资本充足率					
一般准备/风险加权资产	2.13%	1.78%	1.90%	1.95%	1.96%	0.00%	10.42%	10.61%	10.79%	10.83%	
不良贷款生成率	0.10%	0.25%	0.69%	0.70%	0.62%	资本充足率					
不良贷款核销率	-0.07%	-0.14%	-0.35%	-0.34%	-0.42%	13.63%	12.46%	13.87%	13.78%	13.52%	
						加权风险资产-一般法	7,253,230	9,418,726	9,934,105	10,855,388	11,989,691
						% RWA/总资产	57.2%	67.9%	65.1%	65.1%	65.1%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表37 银行估值比较表

平安证券研究所-银行业估值比较表													
	A/H 价差	每股盈利				每股净资产				净利润增速			
		2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E
工商银行	1%	0.67	0.74	0.77	0.78	3.16	3.57	4.30	4.83	14.5%	10.1%	5.0%	1.4%
建设银行	-10%	0.77	0.86	0.91	0.92	3.77	4.26	4.97	5.58	14.1%	11.1%	6.1%	1.5%
中国银行	-8%	0.47	0.53	0.58	0.60	2.80	3.14	3.88	4.29	12.5%	12.4%	8.1%	3.3%
农业银行	-10%	0.45	0.51	0.55	0.56	2.31	2.60	3.17	3.55	19.0%	14.6%	7.9%	1.5%
交通银行	-9%	0.79	0.84	0.89	0.89	5.12	5.65	6.34	6.96	15.0%	6.7%	5.7%	0.9%
招商银行	3%	1.79	2.05	2.22	2.39	7.94	10.53	12.47	14.06	25.3%	14.3%	8.1%	8.0%
中信银行	-27%	0.66	0.84	0.87	0.90	4.24	4.82	5.55	6.43	0.7%	26.2%	3.9%	3.8%
民生银行	-15%	1.10	1.24	1.30	1.37	4.76	5.78	7.02	8.15	34.5%	12.6%	5.4%	5.6%
兴业银行		1.82	2.16	2.47	2.70	8.90	10.49	13.54	15.50	36.1%	18.7%	14.4%	9.0%
浦发银行		1.83	2.19	2.52	2.75	9.52	10.96	13.95	15.77	25.3%	19.7%	14.9%	9.1%
光大银行	-26%	0.51	0.57	0.62	0.65	2.45	3.27	3.83	4.27	30.6%	13.2%	8.1%	5.0%
华夏银行		1.44	1.74	2.02	2.18	8.39	9.59	11.39	13.02	38.8%	21.2%	16.0%	7.8%
平安银行		0.98	1.11	1.44	1.70	6.19	8.18	9.55	10.92	30.4%	13.6%	30.0%	17.9%
北京银行		1.11	1.27	1.48	1.62	6.78	7.40	9.08	10.35	30.5%	15.3%	16.1%	9.7%
南京银行		1.35	1.51	1.89	2.31	8.29	8.96	10.93	12.92	24.9%	12.1%	24.7%	22.4%
宁波银行		1.25	1.49	1.73	1.94	6.81	7.85	10.49	11.82	25.0%	19.1%	16.1%	11.9%
		PE				PB				股息率			
		2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E
工商银行		7.8	7.0	6.8	6.7	1.65	1.46	1.21	1.08	4.5%	5.0%	4.9%	5.0%
建设银行		8.5	7.6	7.2	7.1	1.74	1.54	1.32	1.18	4.1%	4.6%	4.6%	4.6%
中国银行		9.7	8.6	7.9	7.6	1.63	1.45	1.18	1.06	3.6%	4.1%	4.2%	4.3%
农业银行		8.3	7.3	6.8	6.7	1.62	1.44	1.18	1.05	4.2%	4.8%	4.9%	4.9%
交通银行		8.5	8.0	7.6	7.6	1.32	1.19	1.06	0.97	3.6%	3.9%	4.0%	4.0%
招商银行		10.0	8.7	8.1	7.5	2.26	1.70	1.44	1.27	3.0%	3.4%	3.7%	4.0%
中信银行		11.4	9.0	8.7	8.4	1.78	1.57	1.36	1.17	2.0%	3.3%	0.0%	3.0%
民生银行		9.7	8.6	8.2	7.8	2.23	1.84	1.51	1.30	2.4%	2.0%	1.8%	3.9%
兴业银行		10.3	8.7	7.6	6.9	2.10	1.78	1.38	1.21	2.0%	2.4%	3.3%	3.6%
浦发银行		9.4	7.9	6.9	6.3	1.81	1.58	1.24	1.10	3.2%	3.8%	4.4%	4.8%
光大银行		10.6	9.5	8.7	8.3	2.21	1.66	1.42	1.27	0.9%	3.2%	3.4%	3.6%
华夏银行		10.7	8.9	7.6	7.1	1.84	1.61	1.35	1.18	2.3%	2.8%	2.6%	2.8%
平安银行		16.4	14.4	11.1	9.4	2.59	1.96	1.68	1.47	2.0%	0.7%	0.9%	1.6%
北京银行		12.3	10.7	9.2	8.4	2.01	1.84	1.50	1.32	2.4%	1.1%	3.3%	3.6%
南京银行		12.8	11.5	9.1	7.5	2.09	1.93	1.58	1.34	2.3%	2.6%	3.3%	4.0%
宁波银行		15.0	12.6	10.9	9.7	2.76	2.39	1.79	1.59	1.2%	1.9%	2.3%	2.6%
行业平均				7.5	7.3			1.28	1.14			4.0%	4.3%

资料来源: Wnd, 平安证券研究所

注释: 1) 平安、浦发采用Wnd市场平均盈利预测; 2) 行业平均为流通市值加权;

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：(0755) 82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033