



# 中国银行 (601988)

## 从跨国银行视角看中行国际化进程对盈利和估值的驱动

### 强烈推荐 (上调)

现价: 3.60 元

#### 主要数据

行业	银行
公司网址	www.boc.cn
大股东/持股	汇金公司/64.02%
实际控制人	中国投资有限责任公司
总股本(百万股)	294,388
流通 A 股(百万股)	210,766
流通 B/H 股(百万股)	83,622
总市值 (亿元)	10,181.58
流通 A 股市值(亿元)	7,587.56
每股净资产(元)	5.11
资产负债率(%)	92.10

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《中国银行\*601988\*息差表现好于预期,海外业务贡献占比提升》 2018-03-30
- 《中国银行\*601988\*营收降幅收窄,结构调整维持息差稳定》 2017-10-31

#### 证券分析师

刘志平 投资咨询资格编号  
S1060517100002  
LIUZHIPING130@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

李晴阳 一般从业资格编号  
S1060118030009  
LIQINGYANG876@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。

#### 平安观点:

##### ■ 定位国际化,具备海外业务先发优势

短期来看,“一带一路”战略、亚投行建立、中非中拉合作等国家外交战略的实施,为中国银行业“走出去”提供了良好的政治环境;中长期看,人民币国际化持续推进,以人民币为计值货币的金融产品必将有更大的发展空间。中行是公认的国内国际化程度最高的商业银行,历经数年布局,已经形成以港澳为中心,深耕欧美发达市场,同时采用多种方式拓展新兴及发展中市场的格局。除传统的商行业务,中行在港澳地区布局中银国际控股(投行)、中银集团保险(保险)、中银集团投资(投资)等子公司,对实施全能化业务经营战略布局具有重要意义。预计未来机构布局将延续控规模调结构,向深耕业务纵深发展。

##### ■ 全球化经营效益凸显,海外业务贡献提升

1) 资产负债表: 境外资产占比超四分之一。海外业务的拓展是集团总规模扩增的有力支撑,海外业务资产占比整体提升至 26%。港澳台地区作为集团境外经营的重点区域,占比达集团总资产的 16.87%,占比自金融危机后重回 08 年高点。2) 08 年金融危机后,中行整体海外业务贡献度进入上升通道。从利润贡献度看,资产占比五年均值 9.83% 的其他国家资产带来 4.08% 的营收,利润贡献度 5.67%; 资产占比均值 16.62% 的港澳台资产带来 17.21% 的营收,利润贡献度 20.72%; 整体上两部分合计贡献 26.39% 的利润贡献度。3) 海外中收贡献突出,境外资产整体盈利能力高于内地。中行 17 年整体非息收入占比在 30% 左右,分地区来看,海外非息收入占海外总营收的比例超 54.75%,反映国家和地区在业务监管和盈利模式上的差异。盈利能力方面,得益于高非息收入的盈利结构和较低的税率,公司实际海外 ROA 高于内地; 公司 06-17 年境内及海外其他地区税前利润测算 ROE 均值分别为 19.83% 和 25.03%,海外资产盈利能力高。

##### ■ 从跨国银行视角看,国际化战略驱动盈利能力提升进而享有估值溢价

我们以渣打银行、花旗集团和三菱东京日联银行三家国际化程度高的银行作为对标银行,通过梳理三大银行发展路径不难看出,这三家银行国际化进程的出发点均是找寻高于本国的资产收益,最后推动公司估值提升的核心也还是在于

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	483630	483278	519741	577853	664555
YoY(%)	2.0	-0.1	7.5	11.2	15.0
净利润(百万元)	164,578	172,407	186,493	214,030	249,752
YoY(%)	-3.7	4.8	8.2	14.8	16.7
ROE(%)	12.12	11.86	12.02	12.87	14.00
EPS(摊薄/元)	0.56	0.59	0.63	0.73	0.85
P/E(倍)	6.44	6.15	5.68	4.95	4.24
P/B(倍)	0.81	0.76	0.70	0.66	0.60

公司 ROE 的提升。不同跨国银行不同发展阶段的估值水平，与公司国际化程度带来的盈利能力的变动有很强的相关性。一方面，海外加速扩张阶段市场通常赋予公司较高的溢价，国际化程度的提升伴随整体盈利能力的增强，估值相应抬升。另一方面区域性经济危机重挫公司盈利和估值时，国际化的分散布局也体现其对冲风险的优势，在平滑盈利的同时给予市场正面预期。

#### ■ **投资建议：国际化战略下享有更高估值溢价，估值底部，上调评级至“强烈推荐”**

作为国内最早布局海外并且国际化最高的银行，公司的海外优势非常明显：1) 完善的全球布局为中行提供了多元拓展空间，突破地区和业务边际，提升经营效率；2) 多层次资本市场有助于优化盈利结构和提升盈利能力；3) 在国内降息周期及利率市场化过程中对公司息差起到支撑作用；4) 海外优质资产发挥稳定器作用，提高公司整体抗系统风险的能力；5) 提供多元低成本融资渠道。

公司估值目前处于历史低位（对应 2018 年 0.70xPB），较中信银行指数有 20%的折价，接近中行历史以来最高的折价水平为 28%。我们认为伴随中行国际化的深化和盈利能力的提升，必将享有一定的估值溢价，按照金融危机前的渣打和花旗超过指数 20%-50%的溢价以及 08 年发力海外的三菱 10%左右的溢价大体测算，未来股价至少有 30%的上涨空间。另一方面，如果按照分部估值，集团整体估值还有 40%左右的提升空间。我们预计公司 18/19 年净利增速 8.2%/14.8%，目前股价对应 18/19 年 PB 为 0.70x/0.66x，上调公司评级由“推荐”至“强烈推荐”。

#### ■ **风险提示**

1) 资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露：银行业与国家经济发展息息相关，其资产质量更是受到整体宏观经济发展增速和质量的影响。若宏观经济出现超预期下滑，势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度，从而影响行业利润增速。

2) 行业监管趋严超预期：18 年在去杠杆、防风险的背景下，行业监管的广度和深度将进一步加强，同时金融协调和监管强化将会进一步加强，对于监管的细则将会陆续出台。如果整体监管趋势或者在某领域监管趋严超预期，可能对行业规模及收入造成不利影响。

3) 市场下跌出现系统性风险：银行股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险，市场整体估值向下，有可能带动行业股价下跌。

4) 海外业务拓展不达预期：海外业务是公司业绩的重要组成也是未来战略发展的重点，如果跨国业务进程受到海外经济政治格局的影响，拓展不达预期，会影响公司整体经营业绩。

# 正文目录

<b>一、定位国际化，具备海外业务先发优势</b>	<b>6</b>
1.1 外部环境：一带一路等海外业务发展新机遇，人民币国际化方兴未艾	6
1.2 布局和完善全球服务网络，搭建多领域综合平台	7
<b>二、全球化经营效益凸显，海外业务贡献提升</b>	<b>10</b>
2.1 资产负债表：境外资产占比超四分之一，多市场融资渠道补充资本	10
2.1.1 境外资产占比超四分之一	10
2.1.2 多层次资本市场拓宽资本补充渠道	11
2.2 利润表：非息收入稳中有升，海外资产盈利能力较高	12
2.2.1 海外资产稳步扩张下，业务贡献凸显	12
2.2.2 海外中收贡献突出，境外资产整体盈利能力高于内地	13
2.3 资产质量无忧，境外优质资产发挥稳定器作用，分散经营风险	15
<b>三、从国际银行视角看，国际化战略驱动盈利能力提升进而享有估值溢价</b>	<b>16</b>
3.1 外资行巨头的国际化演变	17
3.1.1 渣打银行	17
3.1.2 花旗集团	17
3.1.3 三菱东京日联银行	18
3.2 国际化进程增益盈利能力，提升估值溢价	18
<b>四、投资建议：国际化战略下享有更高估值溢价，估值底部，上调至“强烈推荐”评级</b>	<b>21</b>
<b>五、风险提示</b>	<b>22</b>
5.1 资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露	22
5.2 行业监管趋严超预期	23
5.3 市场下跌出现系统性风险	23
5.4 海外业务拓展不达预期	23

## 图表目录

图表 1	1970-2017 世界银行业竞争力变化（前十占比）	6
图表 2	其他存款性公司境外资产规模提升	6
图表 3	进出口规模增速（%）	6
图表 4	外商直投规模（亿美元）	6
图表 5	对外直投规模（亿美元）	7
图表 6	跨境贸易人民币结算量（亿元）	7
图表 7	保持世界第一大出境旅游客源国地位	7
图表 8	中国公民境外消费量攀升	7
图表 9	中行境内外分支机构及附属公司	8
图表 10	资产/营收/利润 境外占比变动	8
图表 11	中行境外机构数发展趋势（单位：家）	9
图表 12	境外员工数（单位：人）	9
图表 13	中行海外覆盖国家数量（个）	9
图表 14	2017 年中行海外一级分支机构区域布局（个）	9
图表 15	2017 年中行资产总额区域分布	10
图表 16	2017 年中行利润总额区域分布	10
图表 17	资产区域结构	10
图表 18	08 年后区域资产增速	10
图表 19	海外存款余额变动	11
图表 20	海外贷款余额变动	11
图表 21	海外存款来源	11
图表 22	海外贷款投向	11
图表 23	资本充足率指标高于标准	11
图表 24	海外发债提供融资新途径	11
图表 25	美债 vs 中债成本	12
图表 26	分部营收占比及增速（%）	12
图表 27	分部税前利润占比及增速（%）	12
图表 28	集团和内地手续费及佣金收入组成（2017A）	13
图表 29	中银香港手续费收入呈混业经营特色（2017A）	13
图表 30	对标行非息收入占比普遍超过 40%	13
图表 31	海外业务收益结构更加多元化	13
图表 32	内地业务净息差下行但高于境外（单位：%）	14
图表 33	分部权益倍数	14
图表 34	税前利润测算 ROA（单位：%）	14
图表 35	集团 ROA VS 中银香港 ROA（单位：%）	14
图表 36	税前利润测算 ROE（单位：%）	14

图表 37	新兴市场利差普遍高于发达国家和地区 .....	14
图表 38	境外资产质量优于内地 .....	15
图表 39	境内外减值贷款率对比 .....	15
图表 40	中行不良率低于其他四大行 .....	15
图表 41	关注类贷款占比&逾期 90+贷款占比边际下行 .....	15
图表 42	中行不良认定较为审慎 .....	16
图表 43	主要经济体 2016 年不良贷款率 (%) .....	16
图表 44	全球银行 2016 年 BII 排名 .....	16
图表 45	2017 年营收区域分布 (百万美元) .....	17
图表 46	渣打集团国际化程度变动 .....	17
图表 47	2017 年营收区域分布 (百万美元) .....	18
图表 48	花旗集团国际化程度变动 .....	18
图表 49	2017 财年营收区域分布 (百万美元) .....	18
图表 50	三菱集团国际化程度变动 .....	18
图表 51	渣打估值溢价情况 .....	19
图表 52	渣打盈利能力 (%) .....	19
图表 53	花旗估值溢价情况 .....	19
图表 54	花旗盈利能力 (%) .....	19
图表 55	三菱日联估值溢价情况 .....	20
图表 56	三菱盈利能力 (%) .....	20
图表 57	核心指标海外占比汇总 .....	20
图表 58	公布净息差对比 (单位: %) .....	21
图表 59	渣打银行分部净息差: 新兴市场高于发达地区 (单位: %) .....	21
图表 60	花旗银行分部净息差: 美国国内净息差修复 (单位: %) .....	21
图表 61	三菱日联分部净息差: 日本净息差低于境外 (单位: %) .....	21
图表 62	中行估值溢价 .....	22
图表 63	当前估值处行业较低水平 .....	22
图表 64	大行估值整体下行 .....	22
图表 65	中行盈利预测 .....	24

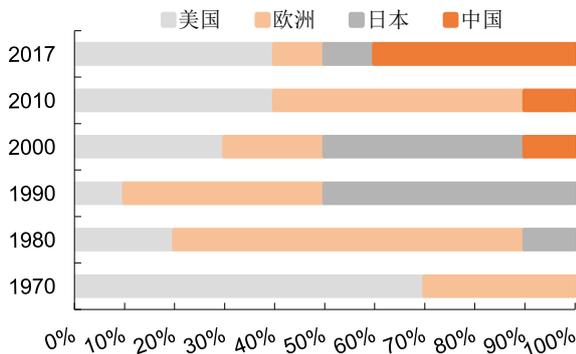
## 一、定位国际化，具备海外业务先发优势

### 1.1 外部环境：一带一路等海外业务发展新机遇，人民币国际化方兴未艾

作为服务型机构，银行跨国发展的基础就在于服务资本输出。纵观全球银行业国际化进程，整体格局不断变化，70年代美国银行业独领风骚，80年代以后美欧日三足鼎立，进入新世纪后中国银行业的迅猛发展，世界银行间竞争加强。《银行家》2017年根据一级资本排名，工、建、中、农进入全球前十行列，国际影响力彰显。从央行披露的金融机构资产负债表数据来看，其他存款性公司国外资产整体走势上行，截至2018年4月规模已达5.62万亿元，12年间CAGR达9.87%。境外贷款来看，02年到15年间除了08年经济危机影响进出口外，整体保持10%以上的较高增速，10年到16年间CAGR达26.33%。

我们认为中国当下资本市场发展和政策鼓励为资行“走出去”提供了良好环境，跨国业务拓展仍有很大想象空间：1) 随着我国人均GDP的提升，消费升级，境外购物、旅游等规模保持高位数增长，带动对货币境外服务需求逐步提升；2) “一带一路”战略激发海外投资需求，对外投资规模总体攀升；3) 人民币国际化程度加深，跨境贸易人民币结算业务整体抬升（15年汇改后受人民币汇率波动、跨境资金流动风险防范和外贸表现低迷等因素影响人民币在跨境结算使用规模回落），10-18八年规模CAGR达66%。

图表1 1970-2017 世界银行业竞争力变化(前十占比)



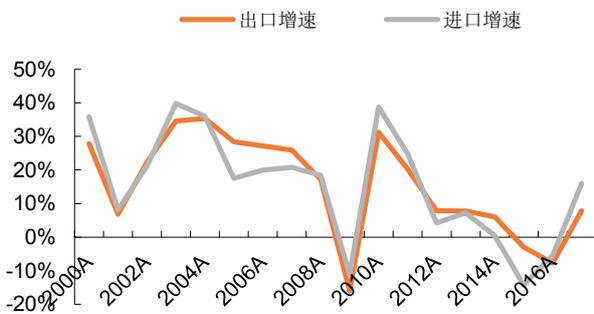
资料来源：1970-2017年《银行家》“全球1000大银行”前十、平安证券研究所

图表2 其他存款性公司境外资产规模提升



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表3 进出口规模增速 (%)



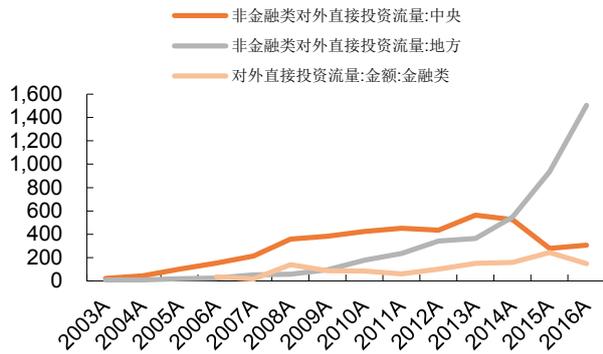
资料来源：国家统计局、平安证券研究所

图表4 外商直投规模 (亿美元)



资料来源：国家统计局、平安证券研究所

图表5 对外直投规模 (亿美元)



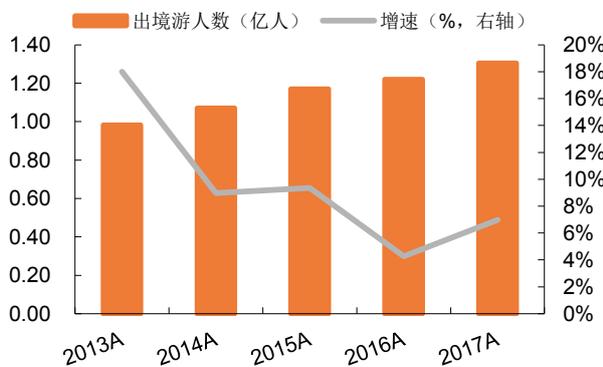
资料来源: 央行《货币政策执行报告》、平安证券研究所

图表6 跨境贸易人民币结算量 (亿元)



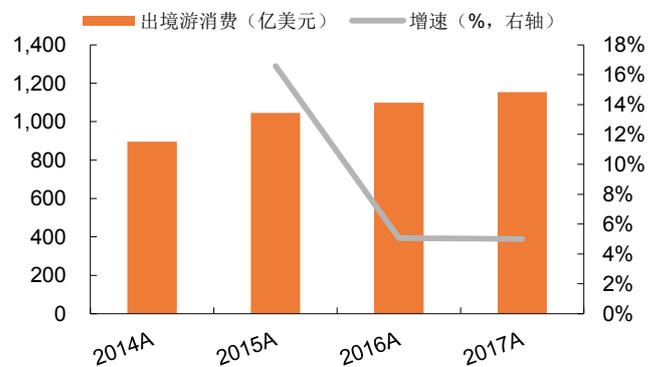
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表7 保持世界第一大出境旅游客源国地位



资料来源: 中国旅游研究院、国家旅游局、平安证券研究所

图表8 中国公民境外消费量攀升



资料来源: 国家旅游局、平安证券研究所

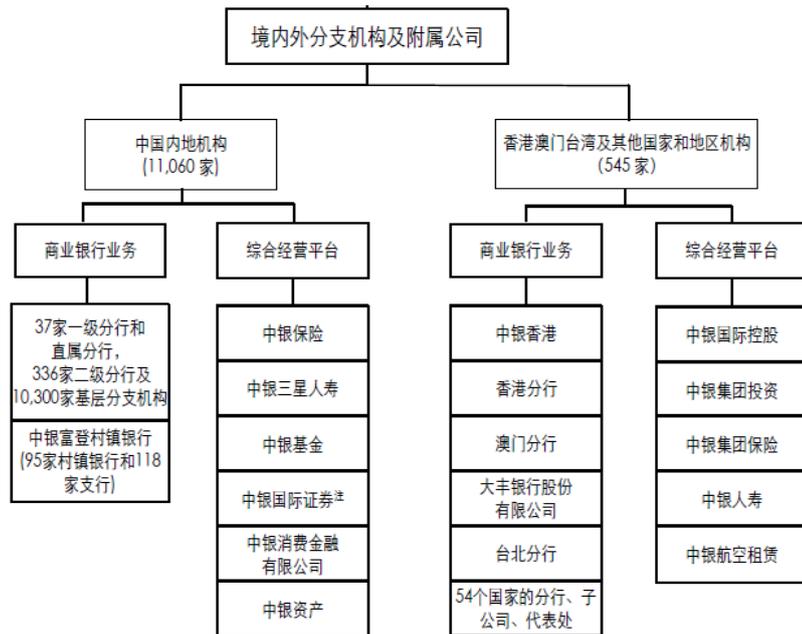
短期来看,“一带一路”战略、亚投行建立、中非中拉合作等一系列有重点、全方位国家外交战略的实施,为中国银行业走出去提供了良好的政治环境;中长期来看,人民币国际化的持续推进,以人民币为计值货币的金融产品也将有更大的发展空间,中国企业筹资全球化和投资全球化的需求,中国居民投资多元化的需求也在大量增加,提升对中国银行业境外服务的需求。

## 1.2 布局和完善全球服务网络, 搭建多领域综合平台

**坚持国际化经营战略, 具备优质国际化基因。**中行是公认的国内国际化程度最高的商业银行, 创立于1912年, 在新中国成立前, 先后行使了国家中央银行、国际汇兑银行和外贸专业银行职能, 新中国成立后, 被指定为外汇外贸专业银行, 1929年在伦敦设立海外第一家分行, 也是中国金融机构走向国际金融市场的第一步, 并于2013年将成为“在全球化进程中优势领先的银行”写入发展战略总体要求。

除传统的商行业务, 中行在港澳地区拥有中银国际控股(投行)、中银集团保险(保险)、中银集团投资(投资)等子公司, 对实施全能化业务经营的战略布局具有重要意义。2017年末中行金融机构外币存款市场份额排名第一, B股清算业务量排名第一, 海外代理行结算来委业务量排名第一; 据澳门和香港金管局数据, 2017H1中银澳门和中银香港资产分别占港澳地区银行机构总资产的39.4%、12.8%。

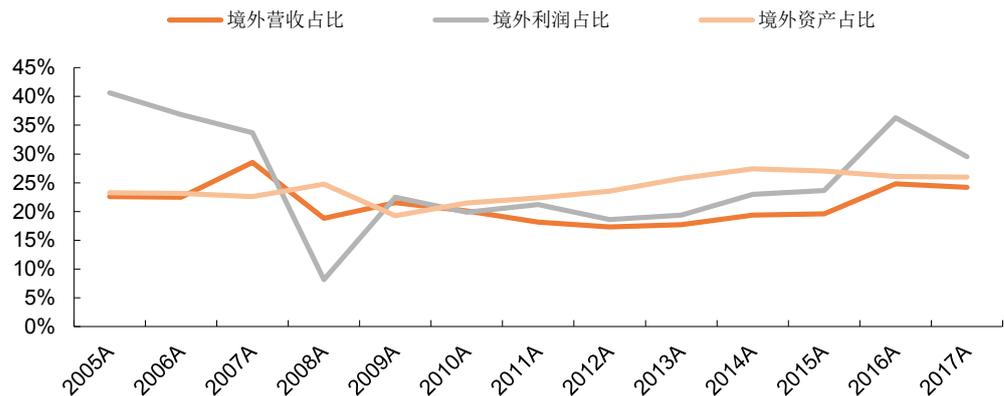
图表9 中行境内外分支机构及附属公司



资料来源：公司2017年年报、平安证券研究所

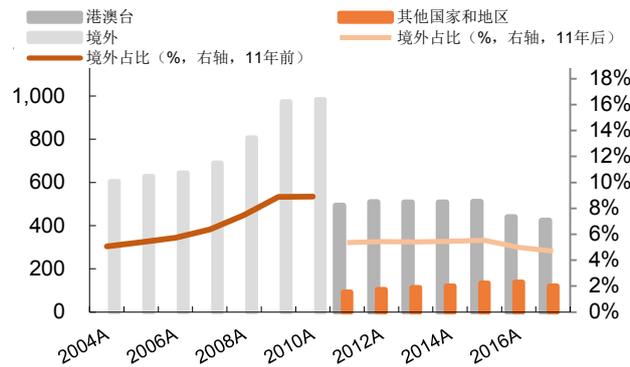
金融危机打开市场空间，海外业务拓展由横向转纵深。2008年的金融危机实质性的造成中行“国际化”战线收缩，海外经营业绩明显下滑，但之后因各国银行业受到冲击，估值的降低也为中资行进入当地市场提供了机遇，中行通过并购和开立分公司加快了海外网点布局节奏。按统一口径来看，中行04-11年期间境外机构数(含非金融机构口径)由603家增至1003家,年均复合增速达7.54%。之后公司海外机构数一直稳中有增，占比维持在5.5%左右。近几年境外业务的发展更加侧重区域化以及整合管理提升境外业务的经营效率。

图表10 资产/营收/利润 境外占比变动



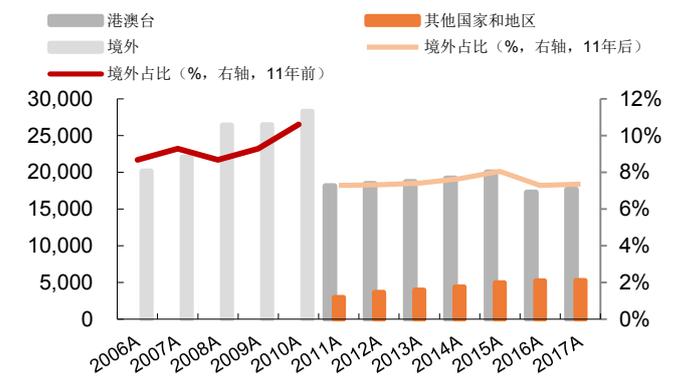
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表11 中行境外机构数发展趋势 (单位: 家)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表12 境外员工数 (单位: 人)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

注: 1) 2011 年公司统计口径变化 (不再包含非经营和非金融机构), 且中银保险股权变动导致口径数据转移, 实际可比口径下港澳台及外国机构数较 10 年增 19 家; 2) 11 年前港澳及其他国家和地区合并统计记为“境外”项。

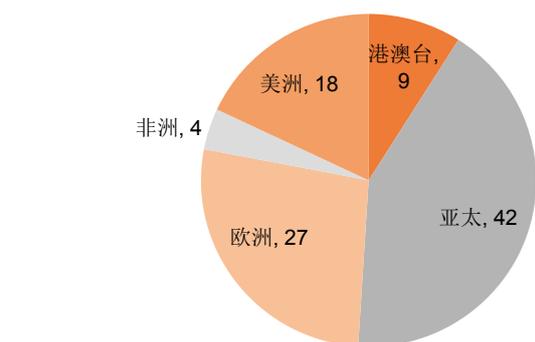
历经数年布局, 中行已经形成以港澳为中心, 深耕欧美发达市场, 同时采用多种方式拓展新兴及发展中市场的格局。截至 2017 年底, 中行设立境外分支机构共 545 家, 共分布境外 54 个国家和地区, 包括 22 个“一带一路”沿线国家, 是全球和“一带一路”沿线布局最广的中资银行。公司机构中超过一半集中在亚洲地区, 这与以中国香港为中心的周边扩展战略和亚太新兴国家发展对金融业务的需求有关; 欧美发达地区分支机构数量显著高于非洲, 公司资金优先向资本充裕的发达国家流动。近两年中行一方面加大新兴国家拓展力度, 另一方面在已有市场尤其是香港地区强化资源整合, 如 16 年出售有业务重叠的南洋商业银行, 17 年以中银香港为平台整合在东盟地区的机构, 推进中银香港从城市银行向区域银行发展。整合后的中银香港和东盟地区机构将形成合力, 提高服务能力, 更好地助力东南亚地区“一带一路”建设。预计未来机构布局将延续控规模调结构, 向深耕业务纵深发展。

图表13 中行海外覆盖国家数量 (个)



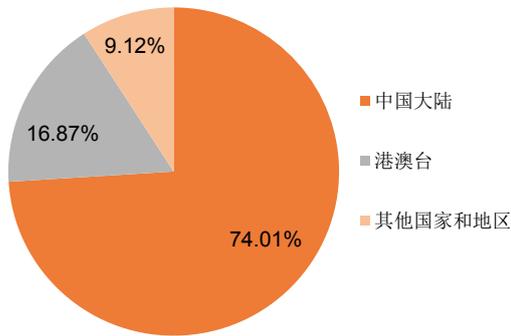
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表14 2017 年中行海外一级分支机构区域布局 (个)



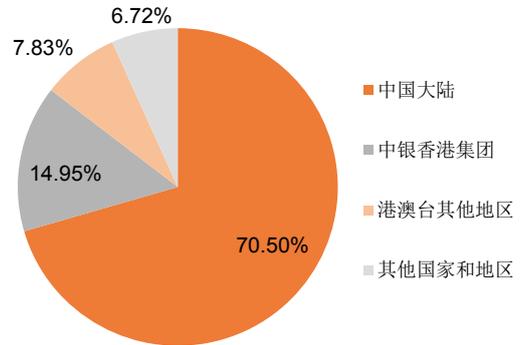
资料来源: 公司公告、公司官网、平安证券研究所; 注: 统计口径仅包含一级分行、代表处和附属公司

图表15 2017年中行资产总额区域分布



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表16 2017年中行利润总额区域分布



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 二、 全球化经营效益凸显，海外业务贡献提升

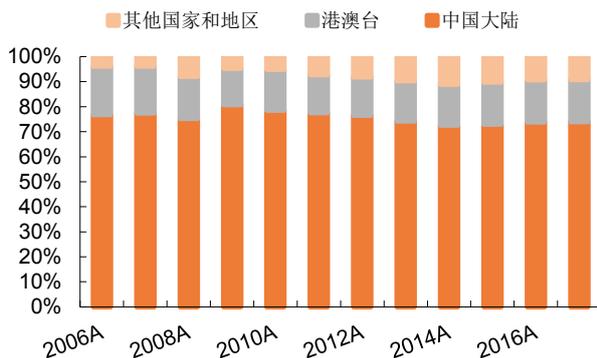
广泛的分支机构覆盖为中行提供了较大的潜力市场和业务机会，海外业务对公司业绩的贡献日益凸显，从银行财务报表角度来看：

### 2.1 资负表：境外资产占比超四分之一，多市场融资渠道补充资本

#### 2.1.1 境外资产占比超四分之一

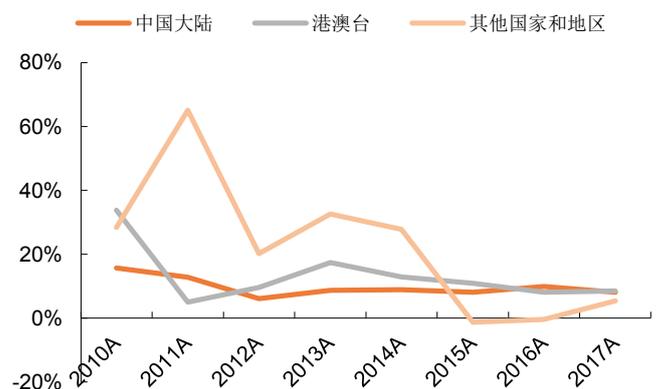
公司 2008 年至今九年期间总资产 CAGR 达 12.11%，内地、港澳台和其他国家年均增速分别为 12.04%、12.24%、14.05%，海外业务资产占比整体提升至 26%。港澳台地区作为集团境外经营的重点区域，17 年末区域总资产 3.53 万亿，以 8.52% 的增速，占比达集团总资产（抵消前，下文同）的 16.87%，高出境内资产增速 0.42pct，占比自金融危机后重回 08 年高点。

图表17 资产区域结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

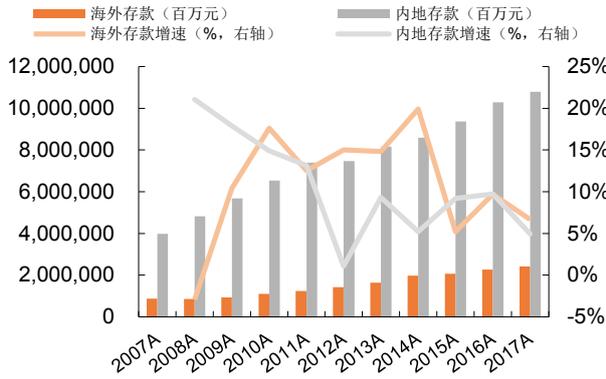
图表18 08年后区域资产增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

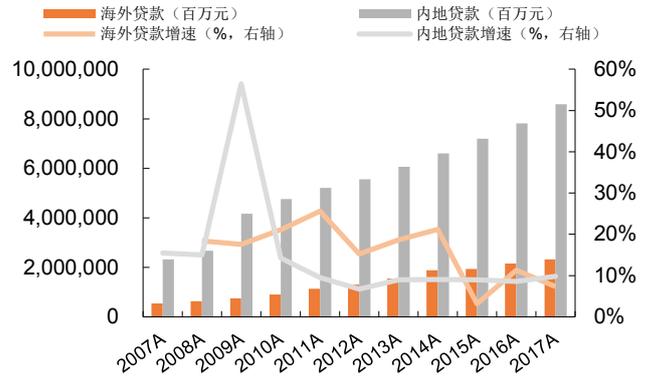
拆分来看，在 2007 至 2017 十年间，中行境外存贷款规模复合增长率分别为 10.7%/15.77%，高于内地存贷款规模 CAGR10.49%/14%，存贷款占比分别由 18.04%/18.76%提高至 18.32%/21.23%。海外存款中公司存款比例逐年提升，17 年占比 60%，整体存款结构较为均衡；海外贷款超八成投向对公，中资企业“走出去”形成的大量海外投资带来很多业务机会。

图表19 海外存款余额变动



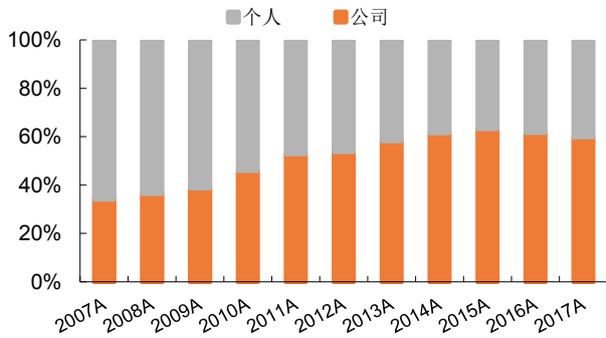
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表20 海外贷款余额变动



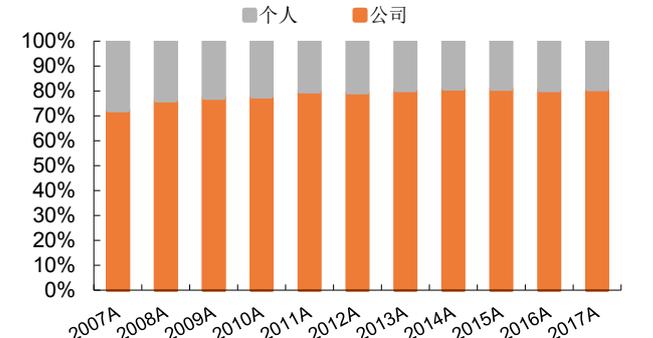
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表21 海外存款来源



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表22 海外贷款投向

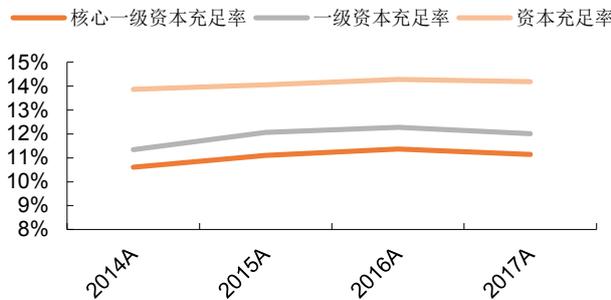


资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 2.1.2 多层次资本市场拓宽资本补充渠道

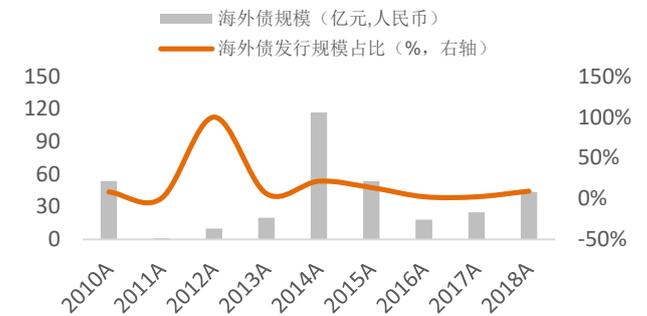
中行凭借渠道优势，具备一定的海外融资便利度，一方面可以通过在境外发行优先股、资本债补充资本水平，另一方面还可以通过发行境外中期票据、存单等其他证券进行主动负债，优化负债结构。对比中债企业债和美债的到期收益率可以看出，海外发债具备一定成本优势，并且在降低财务成本、满足监管要求、推动跨境业务发展的同时，也有助于扩大发债行的国际影响力，加深国际投资机构对中行银行的了解，进而推动国际评级水平的提升。

图表23 资本充足率指标高于标准



资料来源：公司公告、平安证券研究所；标准分别为：8.5%、9.5%和11.5%

图表24 海外发债提供融资新途径



资料来源：WIND、平安证券研究所；注：数量口径为交易所挂牌债券，规模中外币发行规模按当日汇率中间价换算为人民币规模

图表25 美债 vs 中债成本



资料来源: wind、平安证券研究所;

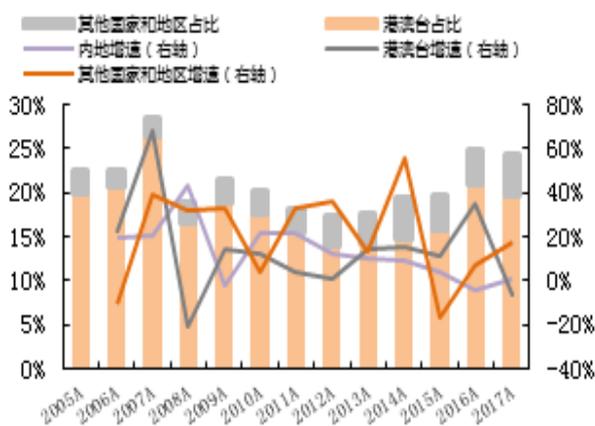
## 2.2 利润表：非息收入稳中有升，海外资产盈利能力较高

### 2.2.1 海外资产稳步扩张下，业务贡献凸显

从分部营收和利润增速来看，08年金融危机对公司海外业务尤其是香港地区造成一定冲击，待经济形势企稳后，中行整体海外业务贡献度进入上升通道。为弱化单个年份的数据波动及偶发性事件的扰动，对比不同区间平均业绩增幅，2013-2017五年间大陆、港澳台、其他国家地区三个分部的年均营收分别较2008-2012五年年均营收增加56.74%、70.79%、142.74%，年均税前利润增幅分别为46.61%、116.72%、171.40%，在全球经济回暖的大环境下，境外业务扩增动能较强，对集团业绩增速形成支撑。

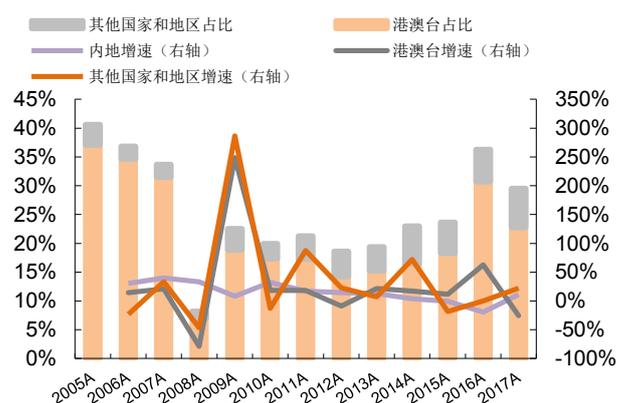
从利润贡献度看，资产占比五年均值9.83%的其他国家资产带来4.08%的营收，利润贡献度5.67%；资产占比均值16.62%的港澳台资产带来17.21%的营收，利润贡献度20.72%；整体上两部分合计贡献26.39%的利润贡献度；内地资产占比73.55%，带来78.71%的营收，利润贡献度73.61%。

图表26 分部营收占比及增速 (%)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表27 分部税前利润占比及增速 (%)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

### 2.2.2 海外中收贡献突出，境外资产整体盈利能力高于内地

海外中收贡献突出，外币资产定价能力有待提升。中行 17 年整体非息收入占比在 30%左右，分地区来看，海外非息收入占海外总营收的比例超 54.75%，内地、港澳台、其他国家非息收入占当地总营收的比例依次为 22.95%、60.52%、30.29%，反映国家和地区在业务监管和盈利模式上的差异。海外营收结构优于内地，也带动集团整体收益结构的优化，提高收入的稳定性。

进一步细分来看，中行内地手续费主要来自银行卡、代理业务以及结算清算业务，银行卡贡献度达 28.8%，中银香港手续费结构则呈现明显的混业经营特色，基金分销、保险和证券经纪带来的收入合计占比 32.04%，贷款佣金和信用卡业务是核心贡献部分，分别占比达 23.1%、20.79%。简单测算中行海外手续费收入分布，信用承诺是主要贡献部分，占比达 33%，代理业务占 27%，信用承诺主要是委贷手续费等，而代理业务一般包括代理保险、代理发债、代理证券基金等服务，中行海外较高的代理业务和信用承诺业务占比正是其海外机构布局优势的体现。

息差方面来看，集团息差 2017 年为 1.84%，较之前有所收窄，但整体高于第二大利润贡献区域中银香港披露数据(17 年 1.44%)，我们预计与中银香港的离岸人民币清算行业务以及存款成本相对较高有关。

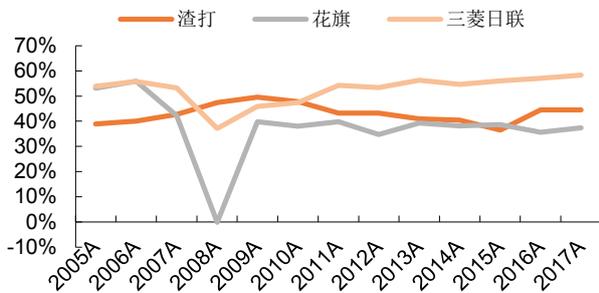
境外资产整体盈利能力高于内地。盈利能力方面，用税前利润测算的境内 ROA 高于其他国家和地区水平，但是得益于高非息收入的盈利结构和较低的税率，公司实际海外 ROA 高于内地，中银国际年报披露 ROA 整体高于 1.2%，高于集团整体 ROA。公司 06-17 年境内及海外其他地区税前利润测算 ROE 均值分别为 19.83%和 25.03%，海外资产盈利能力显著。

图表28 集团和内地手续费及佣金收入组成 (2017A)

	集团	内地	其他
代理业务手续费	23.1%	21.9%	27.3%
银行卡手续费	25.6%	28.8%	14.7%
结算与清算手续费	12.2%	13.8%	6.8%
信用承诺手续费及佣金	15.0%	9.6%	33.1%
顾问和咨询费	5.6%	6.9%	0.9%
外汇买卖价差收入	8.0%	9.1%	4.3%
托管和其他受托业务佣金	3.5%	4.4%	0.5%
其他	7.0%	5.4%	12.5%

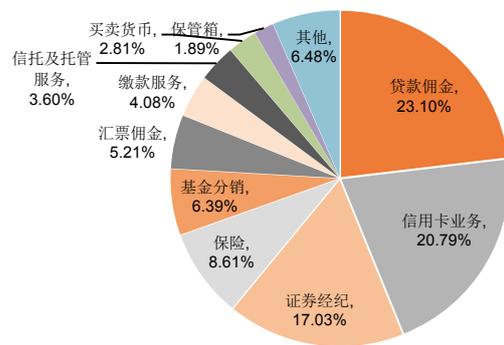
资料来源：公司公告、平安证券研究所；注：“其他”为集团各项目数值扣除内地数值简单测算得到

图表30 对标行非息收入占比普遍超过 40%



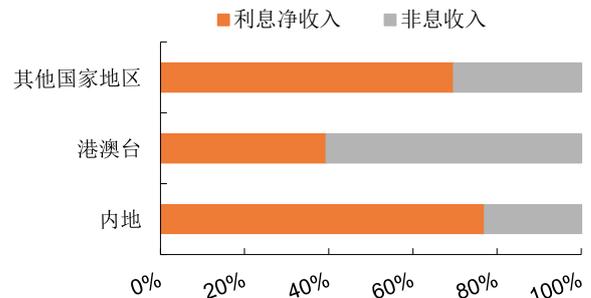
资料来源：Bloomberg、平安证券研究所；注：花旗08年投资收益为负拖累整体非息收入

图表29 中银香港手续费收入呈混业经营特色 (2017A)



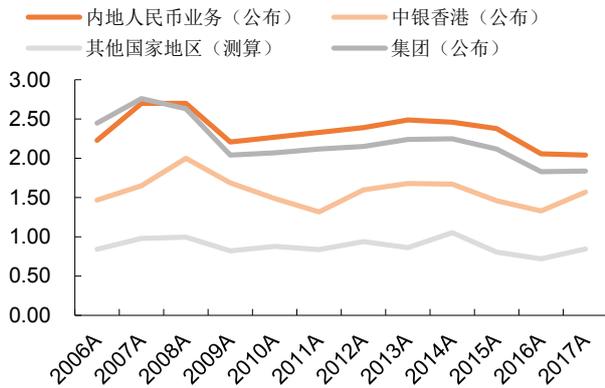
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表31 海外业务收益结构更加多元化



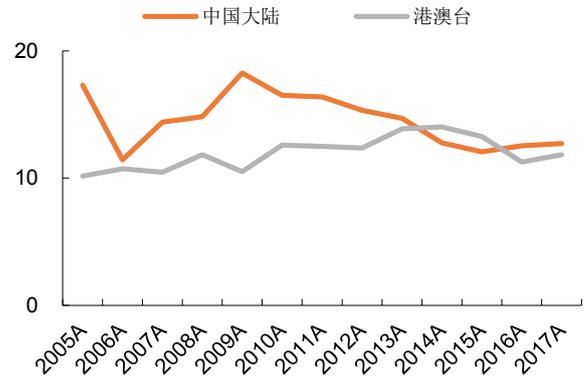
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表32 内地业务净息差下行但高于境外（单位：%）



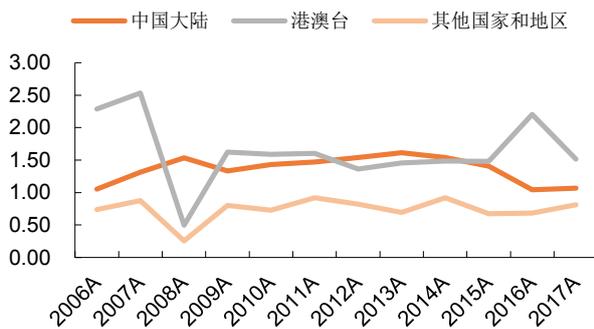
资料来源：公司公告、平安证券研究所；注：1）中银香港、集团净息差为年报披露数据，其他国家地区净息差为测算；2）测算分部净息差采用年报中“资产总额-非流动资产”代替生息资产，非流动资产包括固定资产、投资性房地产、无形资产、商誉及其他长期资产。

图表33 分部权益倍数



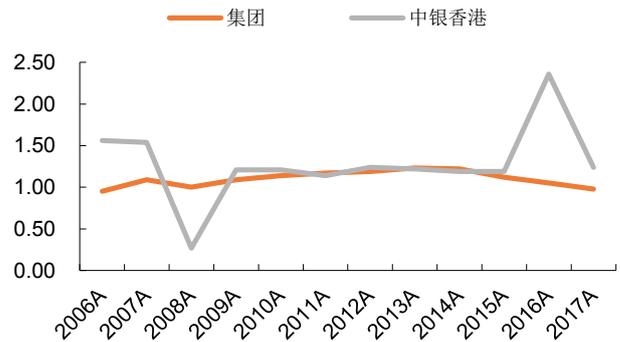
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表34 税前利润测算 ROA（单位：%）



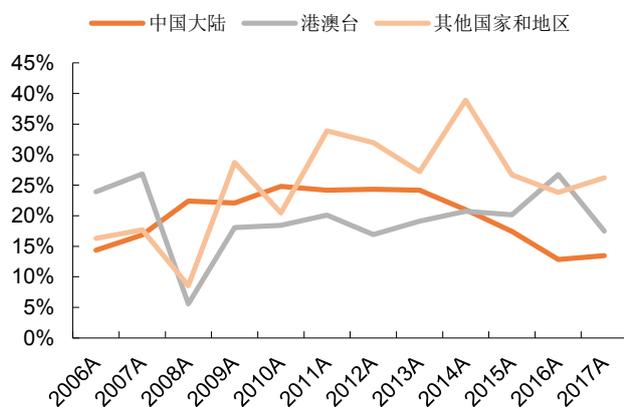
资料来源：公司公告、平安证券研究所；注：测算分部总资产回报率采用分部税前利润除以期初期末总资产均值。

图表35 集团 ROA VS 中银香港 ROA（单位：%）



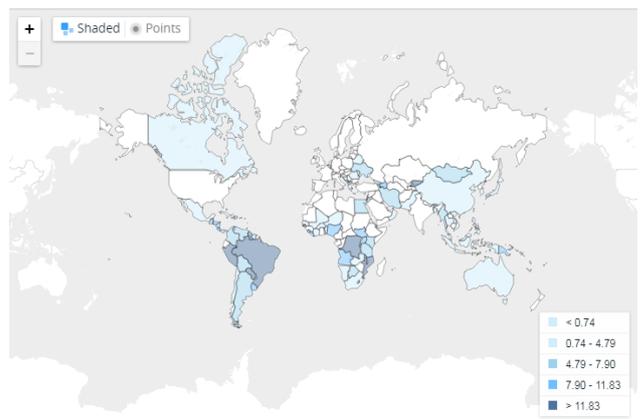
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表36 税前利润测算 ROE（单位：%）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表37 新兴市场利差普遍高于发达国家和地区

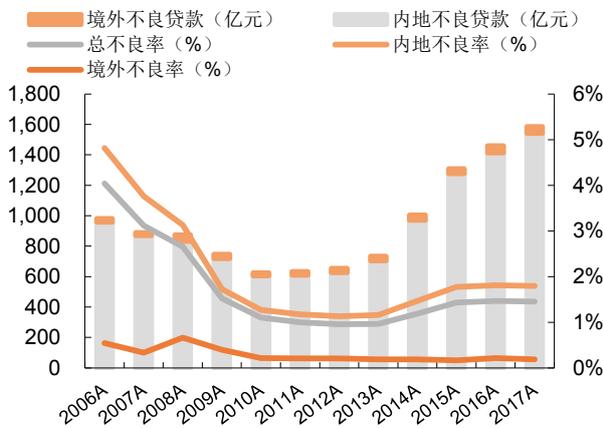


资料来源：Worldbank、平安证券研究所

### 2.3 资产质量无忧，境外优质资产发挥稳定器作用，分散经营风险

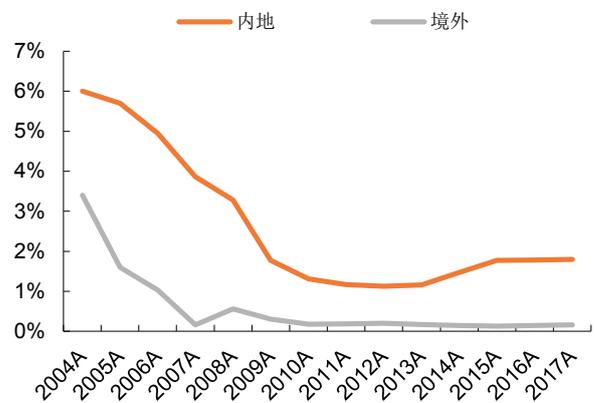
公司资产质量最优的时间段位于 2011-2013 年间，是金融危机影响边际消退期，也是公司资产海外占比较高的阶段，内地和境外不良率分别为 1.17%、0.21%，随着内地信贷规模的提升和不良的集中暴露，公司整体不良率略有上升，海外贷款在总贷款中占比为 21.23%，在四大行中最高，所以相较其他四大行，中行的境外资产充分发挥了稳定器的作用，有助于对冲国内经济下行形势下不断攀升的资产质量压力，降低信用成本。截至 2017 年末，内地和境外不良率分别为 1.80%、0.18%，较 16 年分别回落了 1BP/3BP，资产质量好转趋势显现，预计未来随着内地经济回暖，资产质量边际好转不良企稳，将带动公司不良率进一步下行。当然国别风险也需要保持关注，一般来说非特殊事件影响(如金融危机)，发达经济体资产质量显著优于金融体系脆弱、政治风险高的中低收入国家。整体上境外其他地区的风险敞口相对较小，影响非常有限。

图表38 境外资产质量优于内地



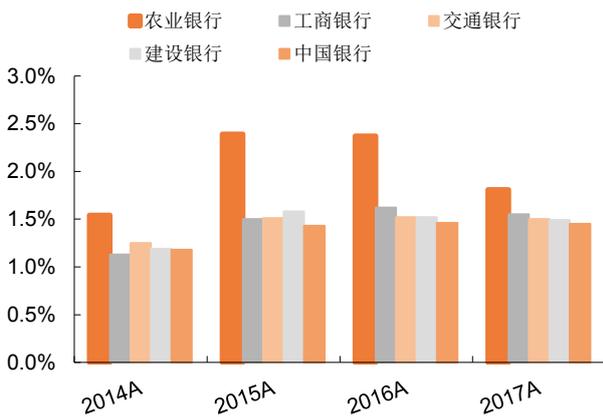
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表39 境内外减值贷款率对比



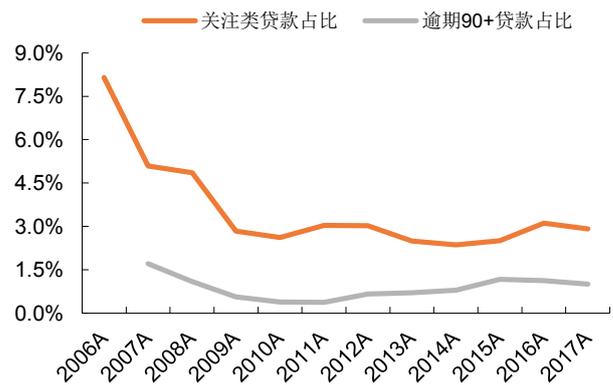
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表40 中行不良率低于其他四大行



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表41 关注类贷款占比&逾期90+贷款占比边际下行



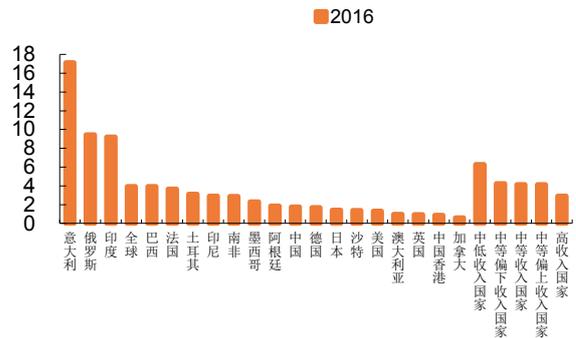
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表42 中行不良认定较为审慎



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表43 主要经济体 2016 年不良贷款率 (%)



资料来源：Worldbank、平安证券研究所。注：1) 主要经济体指G20成员中除欧盟以外的19个国家；2) WDI无韩国16年可比数据

### 三、从国际银行视角看，国际化战略驱动盈利能力提升进而享有估值溢价

纵观银行的国际化发展的历程，大致呈现三个阶段：1) 银行业务初步向国际延伸；2) 国际全功能银行阶段，所有业务都开始国际化；3) 所有业务所有金融服务实现全球化，一般实现服务全球化的跨国银行，海外资产及营收占到 50%以上。目前来看，我国大部分银行还处在第二阶段。

浙大互联网金融研究院和人大国际货币研究所 17 年共同发布的银行国际化系列报告中，以**境外资产积累**、**境外经营成果**和**全球布局**三大指标评分得出银行国际化指数 (BII, Bank Internationalization Index) 排名，其中中国银行位列 21，与发达国家跨国银行的国际化程度仍存在一定的差距。因此我们分别选取英美日三国的渣打银行、花旗集团和三菱东京日联银行作为对标，来看中行国际化的空间和估值溢价水平。

图表44 全球银行 2016 年 BII 排名

BII 排名	银行名称	国家	2016 年 BII
1	渣打银行 Standard Chartered	英国	67.46
2	西班牙国际银行 Santander	西班牙	56.36
3	汇丰银行 HSBC	英国	55.37
4	瑞士联合银行 UBS	瑞士	54.71
5	德意志银行 Deutsche Bank	德国	54.47
6	瑞典北欧联合银行 Nordea	瑞典	52.16
7	花旗集团 Citigroup	美国	51.77
8	瑞士瑞信银行 Credit Suisse	瑞士	51.38
9	荷兰国际集团 ING Bank	荷兰	49.97
10	法国兴业银行 Société Générale	法国	42.93
11	法国巴黎银行 BNP Paribas	法国	40.18
12	联合信贷集团 Unicredit Group	意大利	39.92
13	加拿大丰业银行 Scotiabank	加拿大	39.01
14	三菱东京日联银行 Mitsubishi UFJ FG	日本	36.69
15	华侨银行 Oversea-Chinese Banking Corporation	新加坡	31.82
16	高盛集团 Goldman Sachs	美国	31.59
17	法国农业信贷银行 Groupe Crédit Agricole	法国	31.07
18	蒙特利尔银行 Bank of Montreal	加拿大	30.35
19	大华银行 United Overseas Bank	新加坡	30.03
20	日本瑞穗金融集团 Mizuho FG	日本	27.79
21	中国银行 Bank of China	中国	26.62

资料来源：《银行国际化系列报告》(浙大、人大)

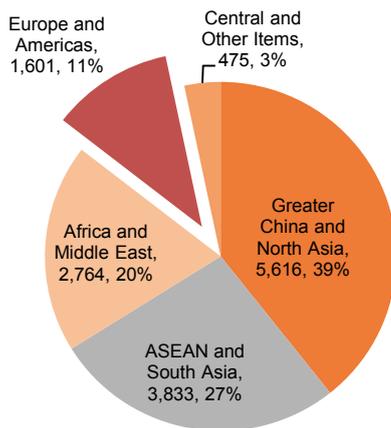
国际上一般用**跨国经营指数**（TNI, Transnationality Index, 由联合国贸易与发展委员会(UNCTAD)提出）来衡量企业的国际化程度, TNI= ( 国外资产/总资产+国外销售额/总销售额+国外雇员数/总雇员数 ) /3 × 100%], 与 BII 指数的指标体系基本一致。

### 3.1 外资行巨头的国际化演变

#### 3.1.1 渣打银行

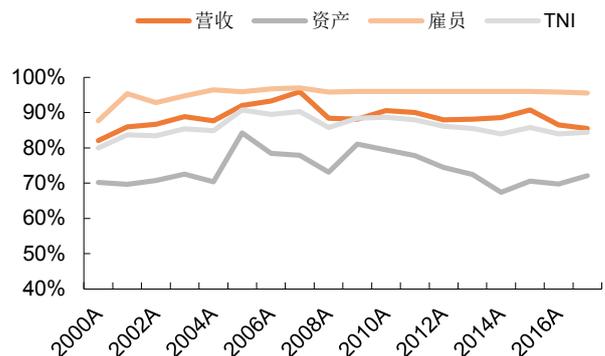
作为全球国际化程度最高的银行, 渣打的一个重要特征是侧重亚、非、中东地区的新兴国家和市场, 2017 年渣打银行营收的 85.4%是由新兴市场贡献。这源于渣打的前身“特许银行”和“英属南非标准银行”均成立于英国维多利亚女王时期, 主要服务于英殖民地经贸往来。20 世纪 90 年代, 渣打提出做“新兴市场银行”的战略定位, 削减英国及拉美的分支机构, 将战略重点放在亚非及中东地区。2003 年, 渣打进一步提出“建设全球最佳国际银行, 引领亚非和中东市场”的新战略。整体来看, 渣打集团国际化程度一直维持在 85%左右的高位, 得益于新兴市场的布局, 08 年经济危机中渣打避免了大规模的信贷亏损, 业绩表现优于其他银行, 08 年实现营收 140 亿美元, 增幅 26.21%。后期随着新兴市场利率市场化的推进导致息差收窄, 经济增速不及预期等因素影响, 渣打国际化布局有所“瘦身”, 整体收窄 10%左右。

图表45 2017 年营收区域分布 ( 百万美元 )



资料来源: Bloomberg、公司年报、平安证券研究所

图表46 渣打集团国际化程度变动

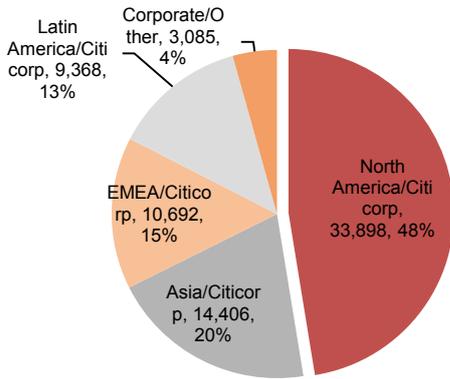


资料来源: Bloomberg、公司年报、平安证券研究所; 注: 1) 境外口径为排除欧美地区; 2) 计算指标占比时总额均采用未抵消前数据; 3) 这里国际化程度为各指标海外份额占比, 下同。

#### 3.1.2 花旗集团

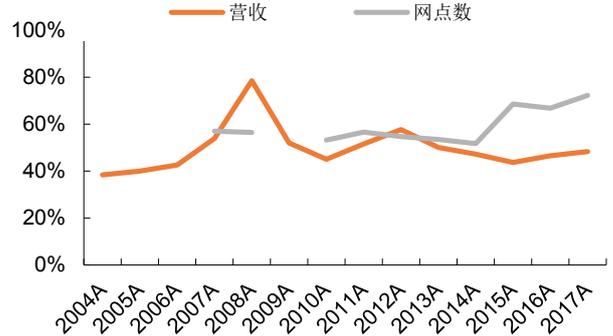
花旗集团是美国银行业国际化程度最高的银行。20 世纪 90 年代花旗银行和美国第五大投行所罗门兄弟公司合并成立花旗集团, 自 1914 年美联储允许国民银行设立海外分支机构后, “金融超市”开始了全球拓展的步伐, 90 年代末形成遍布北美、拉美、亚欧、中东和非洲的全球网络覆盖。在国际化初期, 花旗银行主要依靠自设分行进入拉美和欧洲市场; 进入新世纪以后, 海外收购成为其主要扩张方式。在 2008 年的次贷危机中, 集团次贷资产大幅亏损, 股价暴跌濒临破产, 于是将旗下资产分为花旗公司和花旗控股, 分管传统银行和资管消费信贷业务。

图表47 2017年营收区域分布（百万美元）



资料来源：Bloomberg、平安证券研究所

图表48 花旗集团国际化程度变动

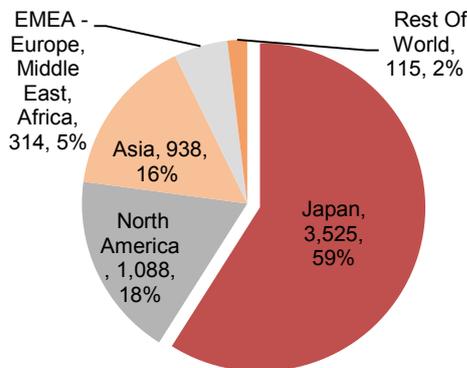


资料来源：Bloomberg、公司年报、平安证券研究所；注：境外口径为排除北美地区

### 3.1.3 三菱东京日联银行

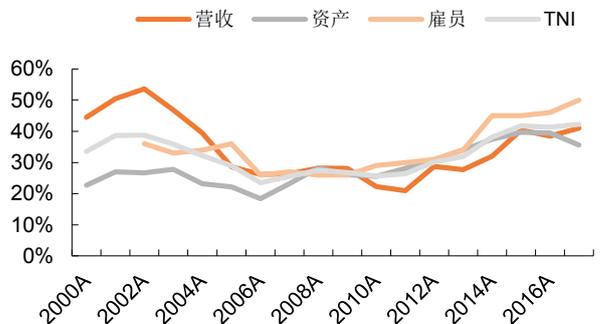
三菱东京日联银行作为日本国际化程度最高的金融集团，对我国银行业发展具有一定的借鉴意义。1995年海外业务发达的东京银行和三菱银行合并，时值日本经济低迷阶段，公司业务倾向日本国内巩固基础，海外收入占比也由50%以上收窄至25%左右，并于05年并购日联控股；2008年金融危机中，三菱东京日联重启国际化进程，进行一系列大规模并购，同时强化整合，将海外业务贡献度维持在28%左右；2013年在日本国内大规模量宽、高财政支出、低利率背景下，进一步跨越发展海外业务，海外贡献度由11-12年间的25%提升至15年40%左右。

图表49 2017财年营收区域分布（百万美元）



资料来源：Bloomberg、平安证券研究所

图表50 三菱集团国际化程度变动



资料来源：Bloomberg、公司年报、平安证券研究所；注：1) 境外口径为排除日本当地；2) 图中年号表示财年，如2017A表示2016.4.1-2.17.3.31

## 3.2 国际化进程增益盈利能力，提升估值溢价

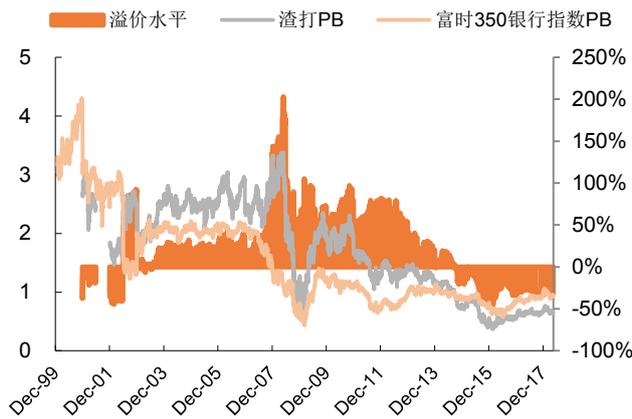
结合估值变化历程来看：

**渣打：**和富时350银行指数相比，维持高境外业务占比的渣打一直享受市场的高溢价，这份优势在08年金融危机以及后续欧洲经济低迷中体现更加显著，大份额新兴市场业务成为公司经营的稳定器，估值虽然下探但较行业来看溢价水平提升明显；在经济运行相对平稳、公司快速扩张的01-05年，

渣打溢价水平也基本维持在 25%左右。随着美欧经济的回暖以及新兴市场增速放缓，近两年公司估值有回撤。

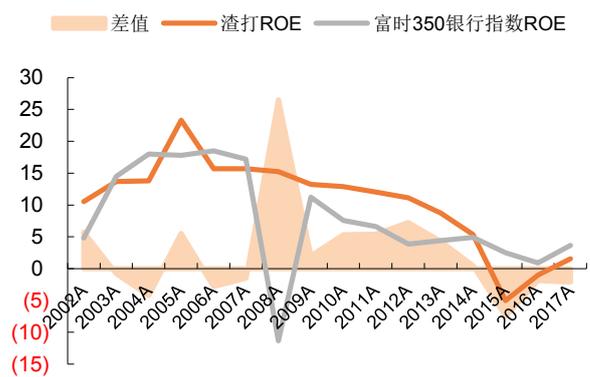
叠加 ROE 变动趋势来看，国际化程度指标 TNI 和 PB 以及 ROE 整体走势具有一致性。伴随 01-05 年海外业务的扩张，渣打 ROE 由 10%提升至近 25%，对应公司溢价水平居高；金融危机中海外市场平滑了公司盈利，ROE 保持平稳，溢价的提升说明市场对渣打国际化的认可在市场风险暴露的时候更加凸显；15 年受大宗商品价格下跌及印度金融市场情况恶化影响，渣打贷款减值规模高达 40 亿美元，导致首度出现业绩亏损，渣打着重新兴市场的战略布局也成为其估值回撤的重要影响因素。

图表51 渣打估值溢价情况



资料来源: Bloomberg、平安证券研究所

图表52 渣打盈利能力 (%)

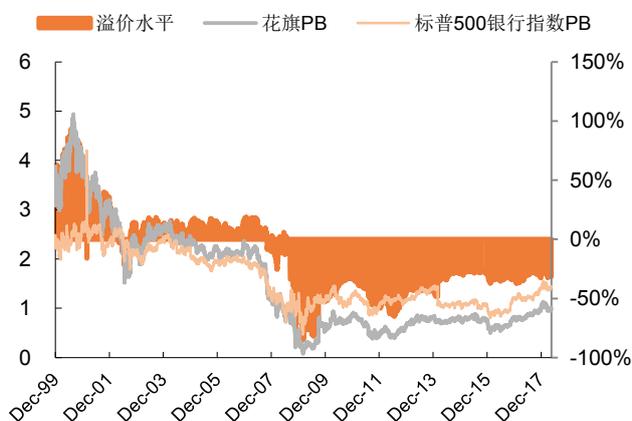


资料来源: Bloomberg、平安证券研究所

**花旗:** 从历史 PB 走向来看，前期加速扩张为公司带来一定的溢价，00-07 年间估值水平在 2 倍 PB 左右，超过标普 500 银行指数 PB10%-15%，金融危机冲击下，随着境外业务占比收缩至 40%左右，公司估值形成断崖式下跌，08 年以来 PB 大致在 1 倍，不过 14-17 年间境外业务占比的复苏也伴随公司估值的修复。

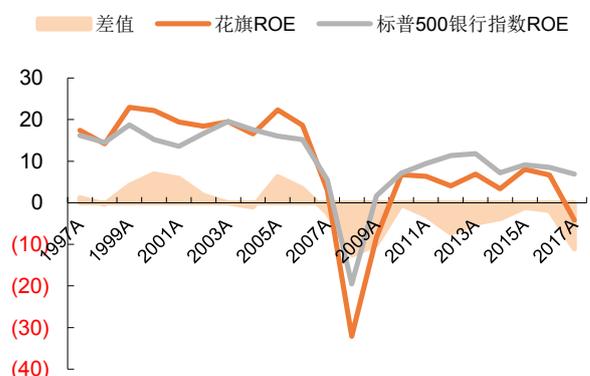
从花旗 ROE 来看，2000-2007 年间海外业务扩展过程中，公司整体 ROE 维持在 20%左右，但是市场给予的估值溢价显示出对其国际化效应的向好预期；金融危机中海外业务的收缩伴随着盈利转负，双因素叠加公司估值受到重创，后期境外网点数占比提升，ROE 归正但仍低于市场指数，公司估值也逐渐回升。

图表53 花旗估值溢价情况



资料来源: Bloomberg、平安证券研究所

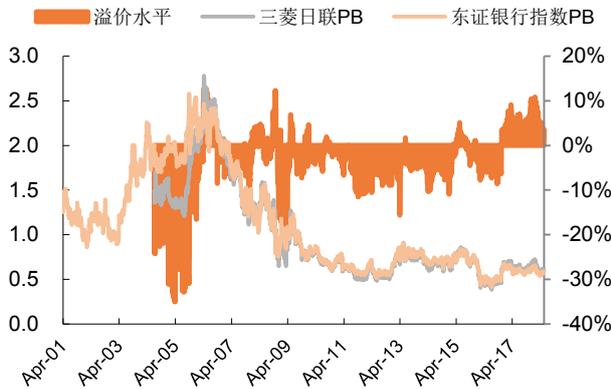
图表54 花旗盈利能力 (%)



资料来源: Bloomberg、平安证券研究所

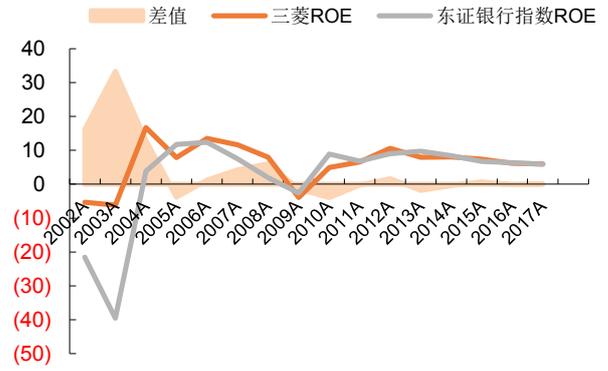
**三菱东京日联：**集团合并初期，经济萧条期累积较差的经营情况导致公司股价表现落后市场指数。随着金融危机影响的边际消退，以及公司海外业务贡献度的提升，09 年开始公司 ROE 触底反弹。PB 也从 11-12 年期间 0.58 左右的均值提升至 15 年的 0.75，增幅在 50%左右，快速的海外拓展促进公司估值的修复，在 17 年后将溢价锁定在 10%左右。

图表55 三菱日联估值溢价情况



资料来源：Bloomberg、平安证券研究所

图表56 三菱盈利能力 (%)



资料来源：Bloomberg、平安证券研究所

这三家银行国际化进程的出发点均是寻找高于本国的资产收益，最后海外布局推动公司估值提升的核心也还是在于公司的 ROE 的提升，海外扩张期间公司的 ROE 均企稳甚至提升。对比三家对标银行的净息差看出，全球化布局平滑了公司息差的波动，也体现出显著的区域差异，渣打新兴市场业务是公司净息差的核心组成部分，受新兴市场息差收窄影响，渣打整体息差略有下行；花旗得益于深耕美国本土的同时布局海外，海内外业务息差相协调助力集团息差维持高位相对稳定；三菱日联海外业务也为集团贡献了高于日本本土的高息差。

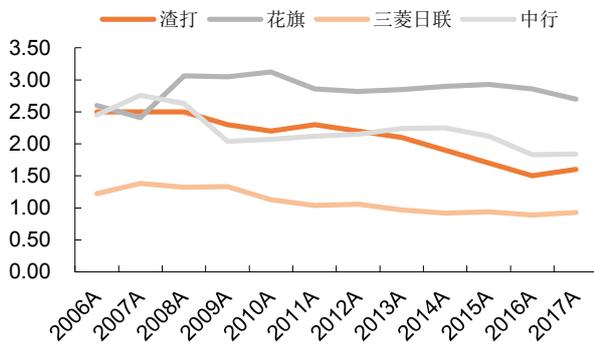
综上，梳理三大银行发展路径不难看出，不同跨国银行不同发展阶段的估值水平，与公司国际化程度带来的盈利能力的变动有很强的相关性。一方面，海外加速扩张阶段市场通常赋予公司较高的溢价，国际化程度的提升伴随整体盈利能力的增强，估值相应抬升，例如金融危机前的渣打和花旗，国际化程度处于相对高位，市场普遍给予其超过指数 20%-50%的溢价，08 年发力海外的三菱，也由合并初期 30%的折价率逐渐修复至溢价 10%左右。另一方面区域性经济危机重挫公司盈利和估值时，国际化的分散布局也体现其对冲风险的优势，在平滑盈利的同时给予市场正面预期，例如渣打在 08 年期间的估值表现优于同业，溢价在 50%-100%之间。

图表57 核心指标海外占比汇总

	境外营收占比区间均值			境外资产占比区间均值			PB区间均值		
	00-07年	08-12年	13-17年	00-07年	08-12年	13-17年	00-07年	08-12年	13-17年
渣打	89.1%	89.0%	87.9%	74.2%	77.1%	70.4%	2.4	1.7	0.8
花旗	43.7%	57.0%	47.1%	-	-	-	2.6	0.6	0.8
三菱日联	39.5%	25.7%	35.9%	23.9%	27.8%	37.3%	1.7	0.8	0.7
中行	24.5%	19.2%	21.1%	23.0%	18.1%	26.4%	3.2	1.8	0.9

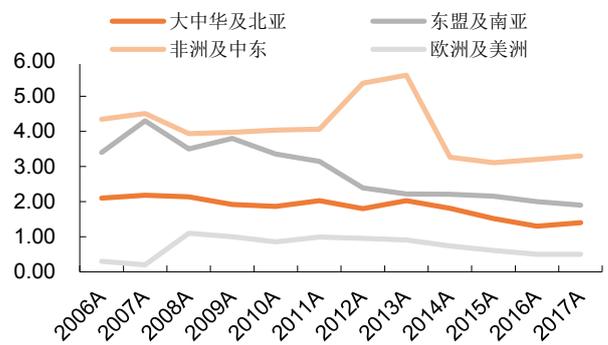
资料来源：Bloomberg、平安证券研究所；注：1) 占比数值为区间均值，为各年份占比数的简单平均；2) 各行存在上市时间差异和部分数据披露不完整，不同统计方式之间可能存在一定差异

图表58 公布净息差对比（单位：%）



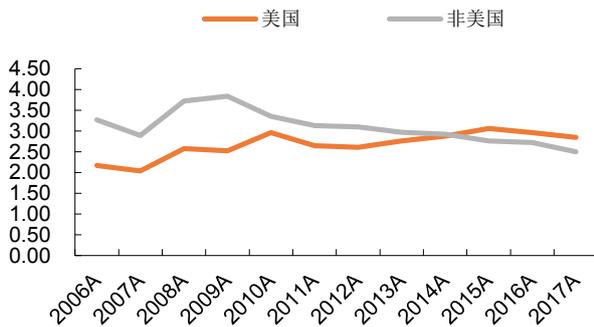
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表59 渣打银行分部净息差：新兴市场高于发达地区（单位：%）



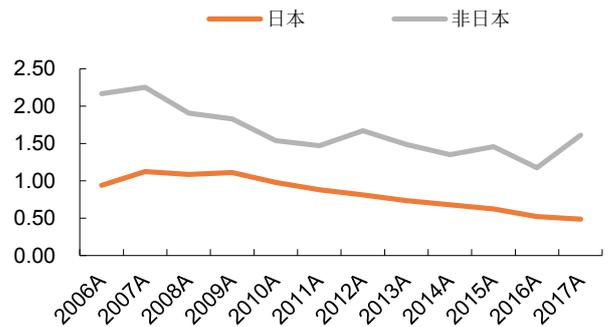
资料来源：公司公告、平安证券研究所；注：2012年前根据统计口径调整，公司公布南亚地区数据与“非洲及中东”项合并。

图表60 花旗银行分部净息差：美国国内净息差修复（单位：%）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表61 三菱日联分部净息差：日本净息差低于境外（单位：%）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 四、投资建议：国际化战略下享有更高估值溢价，估值底部，上调至“强烈推荐”评级

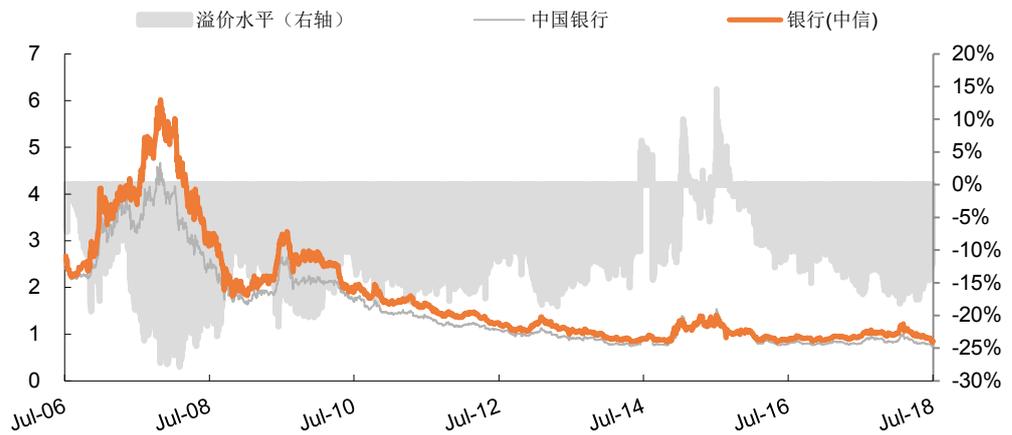
中行目前海外资产占比在 25%左右，相较于大型跨国银行 40%-50%以上的海外资产占比，虽然存在一定提升空间，但是我们要看到未来我国商业银行在国际上的参与度会有明显的提升，作为国内最早布局海外并且国际化最高的银行，公司的海外优势非常明显：1) 完善的全球布局为中行提供了多元拓展空间，突破地区和业务边际，提升经营效率；2) 多层次资本市场有助于优化盈利结构和提升盈利能力；3) 在国内降息周期及利率市场化过程中对公司息差起到支撑作用；4) 海外优质资产发挥稳定器作用，提高公司整体抗系统风险的能力；5) 提供多元低成本融资渠道。

估值方面，从中行历史估值水平来看，目前估值处于历史低位（对应 2018 年 0.70x PB）。从溢价水平来说，当前中行估值较中信银行指数有 20%的折价，接近中行历史以来最高的折价水平为 28%。与同业比较来看，目前中行的估值水平处于行业低位，在五大行中仅略高于交行。我们认为现阶段中行国际化的持续推进可以与国际大行全球业务扩张阶段进行对标，伴随中行国际化的深化和盈利能力的提升，必将享有一定的估值溢价，按照金融危机前的渣打和花旗超过指数 20%-50%的溢价

以及 08 年发力海外的三菱 10%左右的溢价大体测算,未来股价至少有 30%的上涨空间。另一方面,如果按照分部估值,境内业务给予大行平均估值对应 18 年 0.8 倍 PB,中银香港 1.5 倍 PB,其他国家和地区给予 1.1 倍 PB,集团整体估值还有 40%左右的提升空间。

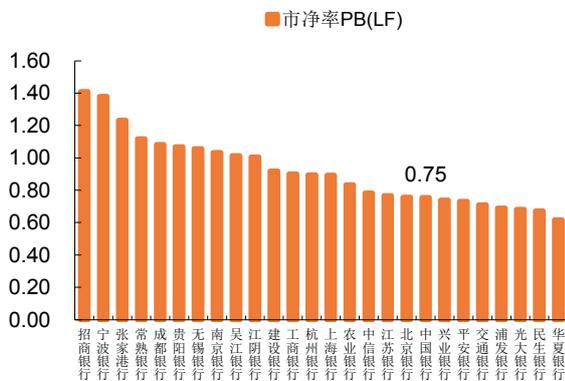
预计公司 18/19 年净利增速 8.2%/14.8%,目前股价对应 18/19 年 PB 为 0.70x/0.66x,在上市银行中估值偏低,安全边际较高,上调公司评级至“强烈推荐”。

图表62 中行估值溢价



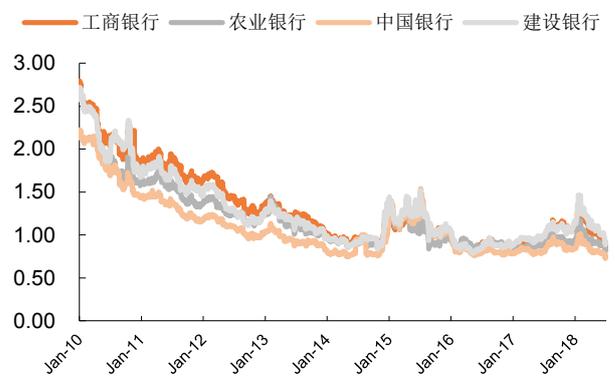
资料来源: Bloomberg、平安证券研究所

图表63 当前估值处行业较低水平



资料来源: wind、平安证券研究所

图表64 大行估值整体下行



资料来源: wind、平安证券研究所

## 五、 风险提示

### 5.1 资产质量受经济超预期下滑影响,信用风险集中暴露

银行业与国家经济发展息息相关,其资产质量更是受到整体宏观经济发展增速和质量的影响。若宏观经济出现超预期下滑,势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度,从而影响银行的利润增速。

## 5.2 行业监管趋严超预期

18年在去杠杆、防风险的背景下，行业监管的广度和深度将进一步加强，同时金融协调和监管强化将会进一步加强，对于监管的细则将会陆续出台。如果整体监管趋势或者在某领域监管趋严超预期，可能对行业规模及收入造成不利影响。18年需要关注的行业监管方向：1) MPA作为双支柱监管体系之一，考核指标及结果运用将更加完善；2) 同业业务继续成为监管重点，同业存单监管更加规范；3) 资管新规落地，银行理财业务回归“代客理财”的本源；4) IFRS9新规则强调客观性，会影响银行的信用成本。

## 5.3 市场下跌出现系统性风险

银行股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险整体估值向下，有可能带动公司股价下跌。

## 5.4 海外业务拓展不达预期

海外业务是公司业绩的重要组成也是未来战略发展的重点，如果跨国业务进程受到海外经济政治格局的影响，拓展不达预期，会影响公司整体经营业绩。

图表65 中行盈利预测

利润表						指标和估值					
百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	百万元; 元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
平均生息资产	16,771,013	18,179,022	19,682,763	21,510,457	23,675,811	ROAA (%)	0.94	0.92	0.92	0.97	1.03
净息差	1.83	1.84	1.86	1.93	2.06	ROAE (%)	12.12	11.86	12.02	12.87	14.00
利息收入	566,139	622,616	703,661	820,298	958,791	每股净资产	4.46	4.74	5.12	5.49	5.95
利息支出	260,091	284,227	336,671	404,115	468,432	EPS	0.56	0.59	0.63	0.73	0.85
净利息收入	306,048	338,389	366,990	416,183	490,359	股利	49457	51812	56046	64321	75056
非息收入						DPS	0.17	0.18	0.19	0.22	0.25
手续费和佣金 <sup>1</sup>	88,664	88,691	94,349	100,953	111,049	股息支付率	30	30	30	30	30
交易性收入	53,203	12,110	12,110	12,110	12,110	发行股份	294388	294388	294388	294388	294388
其他收入	35,715	44,088	46,292	48,607	51,037						
非息总收入	177,582	144,889	152,751	161,670	174,196						
非息费用						<b>业绩数据</b>					
业务管理费	135,820	136,963	144,751	158,910	179,679	<b>增长率 (%)</b>					
其他费用	28,917	31,249	32,811	34,452	37,897	净利息收入	(6.9)	10.6	8.5	13.4	17.8
营业税金及附加	9,810	4,676	4,972	5,320	5,852	非利息收入	21.9	(18.4)	5.4	5.8	7.7
非息总费用	174,547	172,888	182,535	198,682	223,429	非利息费用	(5.5)	(1.0)	5.6	8.8	12.5
						净利润	(3.7)	4.8	8.2	14.8	16.7
税前利润	222,412	222,903	246,013	285,702	329,914	平均生息资产	9.3	8.4	8.3	9.3	10.1
所得税	38,361	37,917	46,940	59,093	67,583	总付息负债	8.6	7.7	8.9	9.5	10.4
归母净利润	164,578	172,407	186,493	214,030	249,752	风险加权资产	5.8	7.9	0.5	8.5	10.4
						<b>营业收入分解 (%)</b>					
<b>资产负债表数据</b>						净利息收入占	63.3	70.0	70.6	72.0	73.8
总资产	18,148,889	19,467,424	21,175,321	23,138,762	25,493,281	佣金手续费收	18.3	18.4	18.2	17.5	16.7
贷款总额	9,973,362	10,896,558	11,882,258	13,044,229	14,366,407						
客户存款	12,939,748	13,657,924	14,723,242	16,048,334	17,653,167	<b>营业效率 (%)</b>					
其他付息负债	2,952,731	3,460,279	3,913,747	4,357,674	4,879,453	成本收入比	28.1	28.3	27.9	27.5	27.0
股东权益	1,411,682	1,496,016	1,607,873	1,717,316	1,851,744						
<b>资产质量</b>						<b>流动性 (%)</b>					
不良贷款	146,003	158,469	168,796	178,331	186,844	贷款占生息资	57.0	57.4	57.9	57.9	57.9
不良率	1.46	1.45	1.42	1.37	1.30	期末存贷比	77.1	79.8	80.7	81.3	81.4
贷款损失拨备	237,716	252,254	283,578	326,346	401,716						
拨备覆盖率	163	159	168	183	215	<b>资本 (%)</b>					
拨贷比	2.38	2.31	2.39	2.50	2.80	核心一级资本	11.4	11.2	12.1	11.9	11.7
						一级资本充足	12.3	12.0	12.9	12.7	12.3
信用成本	86,795	86,795	91,868	94,144	111,887	资本充足率	14.3	14.2	15.3	15.1	14.9
信用成本 (%)	0.91	0.81	0.81	0.76	0.82						

资料来源: wind, 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±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±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股份有限公司(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他人。

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代行使独立判断。

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。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PINGAN SECURITIES

## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼  
邮编：518033

### 上海

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

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