光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

粮草先行：“一带一路”中的国际金融服务

行业专题

◆主要逻辑：

我国近年提出“一带一路”战略构想，本质为互联互通、互利共赢。目前海上丝路（一路）依然繁忙，但陆上丝路（一带）却基本荒废。因此，战略的重点是重振陆路。结合经济规律来看，启动一方经济首先需要打造贸易中心，而这又需要大规模前期开发。开发性金融将是提供金融服务的主体，而国际化的大型商业银行也将参与其中，不同程度受益。

◆重振陆路需遵循“贸易-物流-金融”的经济规律

陆上丝路自中世纪晚间因战乱等因素而荒废。根据一般经济规律，剩余产品的发生导致交换（贸易），贸易范围扩展至异地或外国产生了物流，在此基础上再产生金融。重振陆路，首先要打造贸易中心，一方面可通过开发中亚油气等资源，使之成为重要商品集散地（周边是生产地），另一方面可发展欧亚高铁，使中亚成为交通要冲。但不管哪种途径，均需大规模前期开发（资源开发或交通等基建开发）。

◆金融服务主体是开发性金融：

由“一带一路”战略所处阶段决定的，前期金融服务主要是开发性金融。待市场化机制逐步建立后，商业性金融机构的参与才会愈加深入。这一阶段，业务主体主要包括政策性银行（国开行等）、专项基金（丝路基金等）、国际开发性金融机构（亚投行等）、商业银行（主要是国际化水平较高的五大行）。业务产品种类则包括境外投资或承包贷款、出口买方信贷、出口卖方信贷、专项基金的直接投资、国际银行业务等。

◆投资建议及风险分析

商业银行可通过参与战略上下游项目（比如内的出口装备研制企业等）、国际银行业务（国际结算、贸易融资等）等业务受益，同时还能从丝路境内段的经济发展中受益。维持行业“买入”评级。主要风险为地缘政治风险。

◆重点个股推荐：五大行：

重点推荐个股依次为工商银行、中国银行、建设银行、农业银行、交通银行。五大行国际化、综合化程度较高，海外机构已有一定规模布局（各行布局各有差异），国际业务整合程度提高，能够为战略中“走出去”的龙头企业提供全面金融服务。

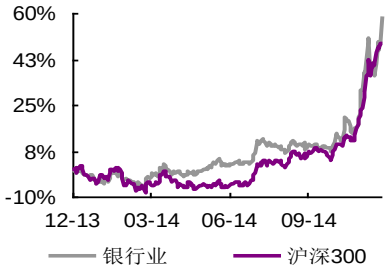
证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			13A	14E	15E	13A	14E	15E	
601398	工商银行	4.88	0.75	0.83	0.88	6.5	5.9	5.6	买入
601988	中国银行	4.47	0.56	0.59	0.64	8.0	7.5	7.0	买入
601939	建设银行	6.40	0.86	0.93	1.03	7.4	6.9	6.2	增持
601288	农业银行	3.76	0.51	0.56	0.60	7.4	6.7	6.2	增持
601328	交通银行	6.50	0.84	0.88	0.89	7.7	7.3	7.3	增持

买入（维持）

分析师

王剑，CFA （执业证书编号：S0930514050003）
021-22169174
wangjian88@ebscn.com

行业与上证指数对比图



相关研报

为什么利率市场化改革将降低无风险利率 …… 2014-12-17

有毒资产演义——银行业 2015 年年度投资策略 …… 2014-11-28

最后一枪：利率市场化改革的时机选择与行业机会 …… 2014-07-14

目 录

1、 “一带一路”战略与经济规律 3
1.1、 “一带一路”战略构想 3
1.2、 重振陆路：“贸易-物流-金融”的经济规律 4
1.3、 实施“一带一路”的关键是创造贸易中心 4
2、 粮草先行：“一带一路”前期开发的金融服务 6
2.1、 金融支持的整体框架 6
2.2、 开发性金融要义 7
2.3、 开发性金融业务主体 8
2.4、 开发性金融产品种类 9
3、 投资建议及风险分析 10
3.1、 投资逻辑小结 10
3.2、 维持行业“买入”投资评级 10
3.3、 风险分析 10
4、 重点个股推荐 10
4.1、 国内大型商业银行“走出去”现状 10
4.2、 个股评级及盈利预测 13

1、"一带一路"战略与经济规律

1.1、"一带一路"战略构想

习近平总书记在 2013 年 9 月访问哈萨克斯坦期间首次提出"新丝绸之路经济带"战略构想，后于 10 月访问印度尼西亚期间提出"21 世纪海上丝绸之路"战略构想。随后，这些构想被提炼为"一带一路"，用以概括沿线各国共同打造互利共赢的"利益共同体"和共同发展繁荣的"命运共同体"的战略构想。

"一带一路"分别代表陆上丝路和海上丝路。古时我国与海外开展贸易的丝路，大致有三条：**西北丝路**（又分为南中北三支线，由西域通往波斯、阿拉伯、欧洲）、**西南丝路**（由云南通往南亚、东南亚）、**海上丝路**（由明州、泉州、广州三大港出发，通往东洋、南洋、西洋）。

图 1：唐代丝绸之路主要路线图

资料来源：百度百科（最初出处不详）

此次"一带一路"战略构想中，较古时新增一条**北方丝路**，即从北京出发经莫斯科去往欧洲。而古时的西南丝路未纳入此次"一带一路"，而是另外作为中印缅孟经济走廊战略。

"一带一路"战略构想的本质是互联互通，并在此基本上达到互利共赢、共同繁荣，带动境内沿线省份和境外沿线国家的经济发展。其他中印缅孟经济走廊战略、中巴经济走廊战略、东北亚经济整合战略等也是同理，共同构成我国"互联互通"大国战略。

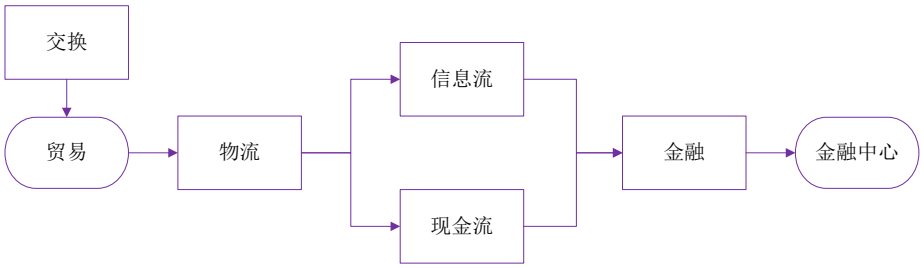
而自大约中世纪后期始，陆上丝路因战乱等因素而中断，海上丝路重要性提高，尤其是近代西方开创大航海时代后，海上丝路愈加繁忙，而陆路基本荒废。因此，目前现实中只有"一路"依然繁忙，"一带"则已沉寂。所以，"一带一路"战略的关键点是重振陆路。而这需要遵循经济规律。

1.2、重振陆路："贸易-物流-金融"的经济规律

如何重振荒芜多年的陆路，我们需要结合人类经济发展的基本规律。简言之，生产力发展产生剩余产品，可用于交换，从而产生了贸易；剩余产品规模不断扩大，交换从本地扩展至外地甚至外国，所以有了物流，带动贸易沿线发展；而与贸易伴随的，则是金融服务的起源与发展。

从经济史来看，自从有了剩余产品，就有了交换，也就是贸易，人类因此从农耕经济中发展出商业经济（用于交换的产品被称为商品）。随着商品越来越多，贸易范围也从本地扩展至外地甚至外国，为实现这种远途的交换，需要运输商品，于是产生物流。而随着贸易规模、范围的扩大，各类金融服务需求随之出现：异地贸易需要汇兑，跨国贸易还需要货币兑换，汇兑商手中沉淀资金（汇兑在途款）的出现使其有可供放贷资金，而专业商人、专业制造商出现后（此前人们只是把过剩的自产产品用于交换），也有信贷需求。金融业达到一定规模后，当地会形成金融中心。

图 2：经济金融往往起源于贸易



资料来源：光大证券研究所

因此，"贸易-物流-金融"是人类经济发展史上的普遍规律。这规律外在表现为，世界交通要道上的贸易中心，往往也会发展为金融中心，比如近代的例子佛罗伦萨，以及现代的例子纽约、新加坡、香港、上海等。

"贸易-物流-金融"这一链条的起点，是首先要成为**贸易中心**，起码要有一定量的贸易活动。要成为贸易中心，有两种途径：一是它成为重要商品集散地，其背后有一片广袤的腹地从事商品生产，比如上海（古代是明州，即宁波），背后是中国最为富庶的江南，古代是丝绸、陶瓷、茶叶等主要出口品的生产基地，现今也是出口导向型制造业的密集分布区（所有这些商品需要通过贸易中心对外销售）；二是它占据交通要冲，比如新加坡、香港，贸易物流需在此停留转销。

1.3、实施"一带一路"的关键是创造贸易中心

由于正式的"一带一路"战略规划尚未公布，因此我们结合上述经济规律，对"一带一路"的实施作一个简要的分析。

大航海时代之前，陆路是主要物流方式，驼队背着商品行走于中亚的绿洲之间，绿洲据点因此发展为繁荣的商业城市。这些繁华随着航海时代的到来而谢幕，目前国际大宗物流主要采用海运。从这个意义上而言，海上丝路一直没有退出历史舞台，但陆上丝路目前已基本荒废。可是，目前欧亚之间

的海运路线，有几个关键要冲（海峡、运河）被西方国家掌控，在战略上有一定的风险隐患。因此，重振陆路有战略上的考虑。

如何重振古代陆上丝路的繁华？首先要让沿线主要结点重新成为贸易中心。前文已经述及了贸易中心的两种产生途径：或者使之成为重要商品集散地（周边则是生产基地），或者使之成为交通要冲。

前一种途径，需要大规模的经济开发，利用当地的资源禀赋，成为某些大宗商品的生产基地。比如，中亚国家油气资源丰富，据报道，中亚五国已探明石油储量 42.1 亿吨，天然气 20.9 万亿立方米，经过有效开发有望成为商品输出地。而我国也恰好需要增加能源进口国数量，以保障国家能源安全。因此，可以说是一拍即合。

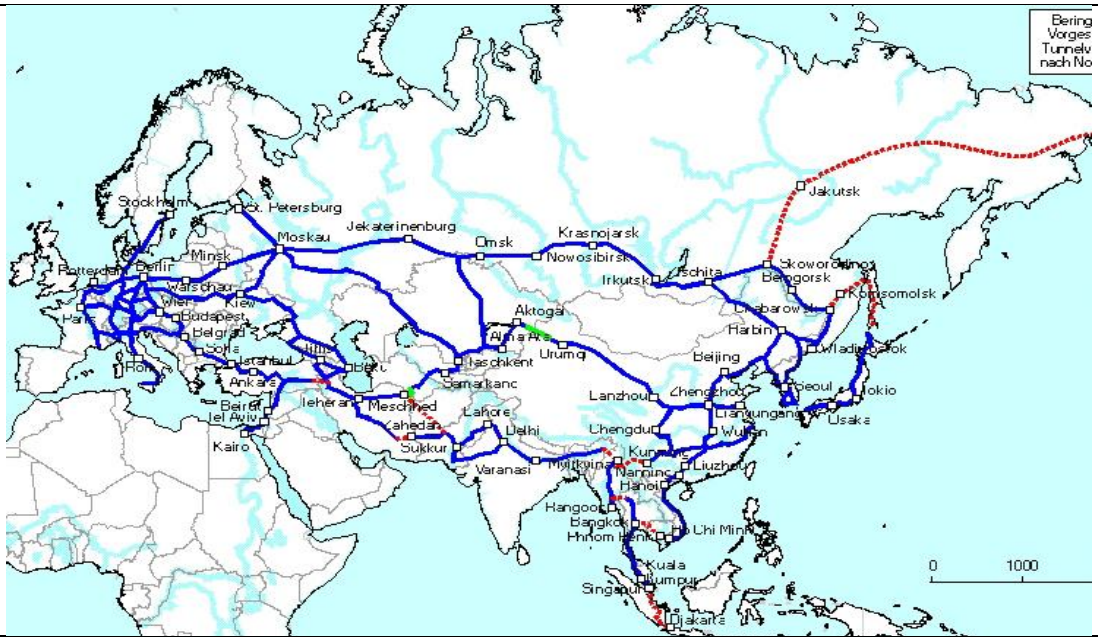
表 1：中亚五国油气储量巨大

国 家	石油			天然气			其他
	探明储量 亿吨	占全球	储产比	探明储量 万亿 m^3	占全球	储产比	
哈萨克斯坦	39.0	1.80%	46.0	1.5	0.80%	82.5	煤炭
土库曼斯坦	1.0		7.1	17.5	9.40%		
乌兹别克斯坦	1.0		25.9	1.1	0.60%	19.7	
塔吉克斯坦	1.1		尚无有效开发	0.9		尚无有效开发	
吉尔吉斯斯坦							金属、羊毛、水电
合计	42.1			21.0			

资料来源：《油气资源富饶的中亚》，2014 年 09 月 14 日《中国石油报》

后一种途径，要让中亚国家成为交通要冲，则需要高铁等现代陆地交通的发展，最终使其运输效率（通盘考虑成本、耗时、安全等因素后的综合效率）显著高于海运。这取决于高铁在欧亚高铁计划（对应西北丝路）、泛亚高铁计划（对应西南丝路）的实施，使沿途国家成为中转站点。

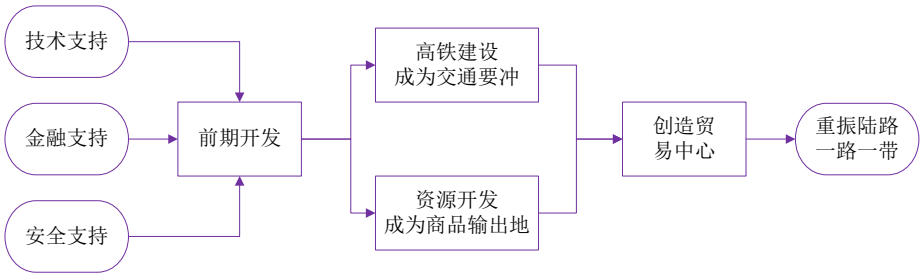
图 3：陆上丝路的重振需要高铁等现代陆地交通的发展



资料来源：百度图片（最初出处不详）

但不管哪一种可能，前期都需要大规模的开发建设，包括资源开发（使之成为商品输出地）、交通（使之成为交通要冲）等基本建设等。而这种开发建设可能不是沿途几个小国家所能承担的。我国有实力完成上述开发，而且从经济角度而言是合算的，因为我国是重振陆路的重大受益国。陆上丝路重现后，我国主要受益来自：（1）使中西部偏远省区从内地变成开放前沿，带动其经济发展；（2）中亚沿途地区可以成为我国商品出口地与资源进口地，带动国内出口产业的发展，解决能源来源国单一的问题；（3）出口商品以更高效率运送至中东、欧洲等地区，进口也同理。

图 4："一带一路"战略的关键是通过前期开发创造贸易中心



资料来源：光大证券研究所

因此，前期开发是"一带一路"战略的首要任务。大规模从事海外开发，需要金融、技术、安全等方面的支持。技术支持包括高铁建设、基础建设、资源开采等方面，将由国内大型基建、装备、油气企业承担，这一点与 2014 年中央经济工作会议中所提的中国企业"大规模走出去"相吻合；安全支持则需要在必要时通过军事行动来保障。

本报告则主要聚焦于金融支持方面，即大规模海外开发过程中的金融服务。我们首先需要指出，由于战略前期为开发阶段，这决定了首要的金融服务只能是开发性金融。

2、粮草先行："一带一路"前期开发的金融服务

2.1、金融支持的整体框架

"一带一路"金融支持的整体框架体现在 2014 年 12 月 24 日的国务院常务会议精神之中。该会议部署加大金融支持企业"走出去"力度，推动稳增长调结构促升级。会议确定的措施包括：（1）简化手续：便利外汇境外投资，简化企业和银行境外发债、上市、并购以及设分支机构；（2）鼓励融资：包括银行对重大装备设计制造的金融支持，利用外汇储备、政策银行、社会资本等支持企业"走出去"；（3）其他跨境支付、出口信用保险、信息、法律、领事等政策服务体系。

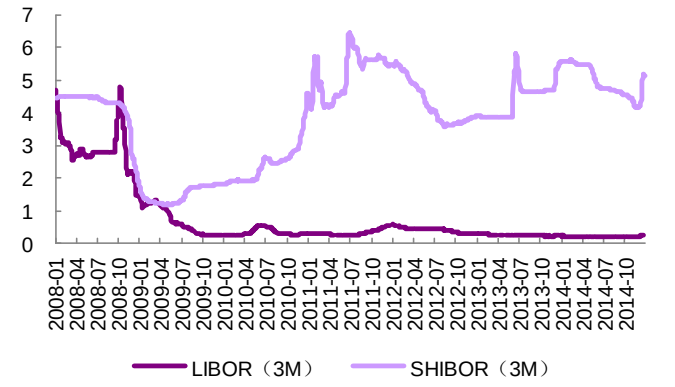
概括之，就是一方面扩展金融企业的境外融资渠道和服务网点，另一方面运用多元化渠道为"走出去"的企业提供金融支持。

值得注意的有两点提法：（1）鼓励境外融资。包括企业和银行境外发债、上市等。目前国际金融市场利率水平仍然不高，LIBOR（3M）依然在

0.25%左右，我国同期 SHIBOR 却在 5%以上，差异较大。而我国整体主权负债率也不高，在 60%左右（政策性银行债券一般被视为主权负债），因此仍有空间募集廉价的国际金融市场资金，用于前期开发；

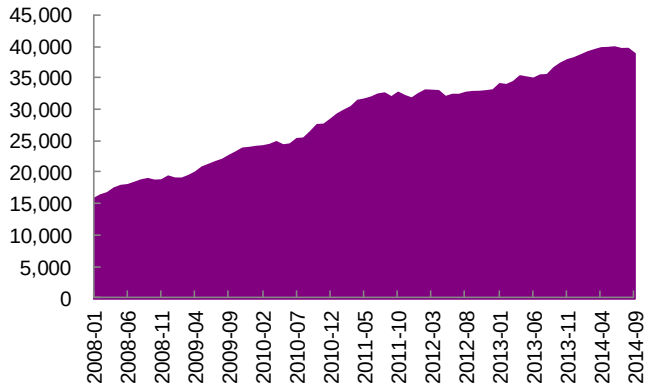
（2）运用外汇储备。目前国家外汇储备高达 3.9 万亿美元，规模过大，大比例投向美国国债等，收益有限，国内也长期在讨论扩展其运用范围，可用以开发"一带一路"。

图 5：国际金融市场利率仍在极低水平



资料来源：WIND（单位：%）

图 6：我国外汇储备规模过大而运用效率不高



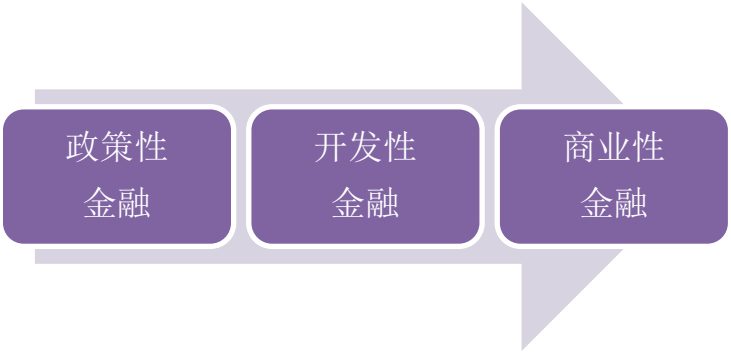
资料来源：WIND（单位：亿美元）

2.2、开发性金融要义

前文已述及，由"一带一路"战略所处阶段决定的，前期首要的金融服务只能是开发性金融。

开发性金融是在市场机制尚未完全建立的情况下，政府为实现经济发展目标而开办的金融服务。与更为初级的政策性金融相比，开发性金融力图通过对市场的开发和建设，最终实现经济的自我可持续发展（而政策性金融一般被视为政府财政的延伸，弥补市场缺位，并不考虑经济可持续性）。在开发性金融所处的阶段，市场尚未建立健全，市场主体还不能按照市场规律参与，因此需要政府依靠国家信用，通过融资推动相关项目和事业的发展。

图 7：金融体系的三个发展阶段



资料来源：光大证券研究所

在我国实施"一带一路"战略的过程中，前期需要开发性金融介入，从事境内外路段的经济开发。而后才会进入市场化运行阶段，各类实业、金融业的市场主体届时再参与。

2.3、开发性金融业务主体

目前，到境外实施"一带一路"战略的前期开发，有可能负责融资业务的主体包括：

国内政策性银行：主要包括中国进出口银行、国家开发银行。我们预计它们是"一带一路"前期开发阶段金融服务的主力，它们在对外项目融资方面有丰富经验。

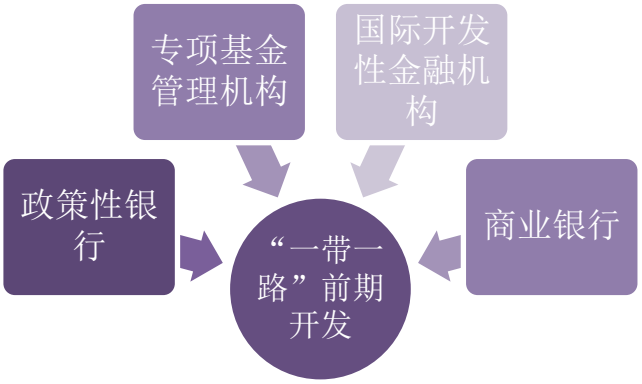
专项基金管理机构：专项基金一般由国家出资（外储资金、财政资金或政策性银行资金），同时还能吸收其他资金，并由政策性银行管理。如 2014 年 5 月福州市政府、中非发展基金与国家开发银行福建省分行共同设立的**海上丝路基金**（总额 100 亿元），以及 2014 年 11 月创设的**丝路基金**（据报道将由央行牵头，中国将出资 400 亿美元）。我国已有专项基金管理机构的运作经验，比如此前国开行已经设有**中非发展基金**，据报道，目前（报道日为 2014 年 10 月 22 日）资金规模达到了 50 亿美元，实际投资 24 亿美元，且已带动中国企业对非投资 150 亿美元。

国际开发性金融机构：2014 年 10 月，中国、印度、新加坡等 21 个首批意向创始成员国共同成立亚洲基础设施投资银行(11 月印度尼西亚加入)，法定资本 1000 亿美元（其中中国出资 500 亿美元），主要专注于亚洲发展中国家的基建开发，"一带一路"在其支持范围之内。世界银行、亚洲开发银行等国际开发性金融机构，也有可能参与。

国内商业银行：理论上商业银行并不从事开发性金融。但国内大型商业银行实力雄厚，并有政府背景，有可能适度参与部分已具备商业化水平的开发项目。商业银行还能从事项目开发的上下游业务，包括为装备制造企业服务等。同时，海外网点较多的商业银行能够提供常规的国际银行业务，比如结算和贸易融资，以及财务咨询、风险管理、投资银行等创新业务。

综上，丝路基金和亚洲基础设施投资银行有可能成为"一带一路"前期开发金融服务的主力，国内政策性银行也会深度参与。

图 8："一带一路"前期开发阶段的主要金融服务主体



资料来源：光大证券研究所

2.4、开发性金融产品种类

结合现有的跨国开发性金融业务经验，"一带一路"战略开发阶段，主要涉及的业务类型包括：

境外投资或承包贷款：本国银行对本国企业境外建设或承包项目的贷款，用于本国企业从事在当地从事的资源开发、基建、开拓市场等。主要从事银行包括进出口银行、国开行、专项基金管理机构、国际开发性金融机构。我们认为这一类业务可能是前期的重点，国内大型基建、装备企业在沿线国家从事开发，并由本国银行、专项基金管理机构给予贷款服务（专项基金管理机构还可以直接投资）。基建领域的传统优势银行包括国开行、建设银行、工商银行等。

出口买方信贷：给境外买方（或买方的银行）提供贷款，用于购买本国产品，以此支持出口。主要从事银行包括进出口银行、国开行、商业银行。

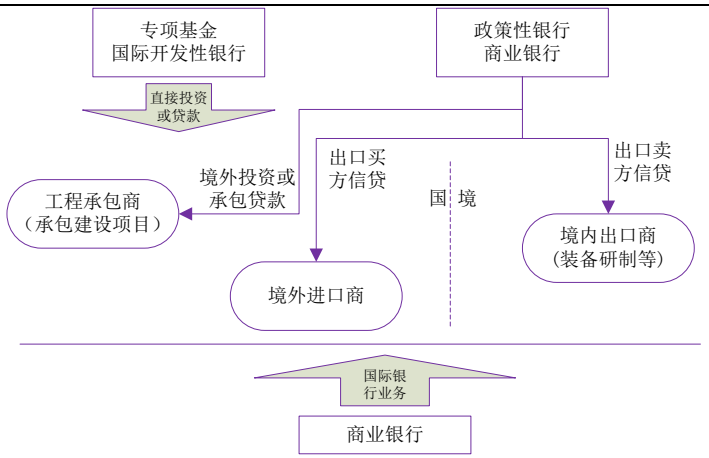
出口卖方信贷：给境内企业发放贷款，用于生产出口产品，包括船舶、机电设备、高新技术等。这项业务也是 12 月 24 日国常会所提及的"对大型成套设备出口融资应保尽保，鼓励商业银行加大对重大装备设计、制造等全产业链的金融支持。"我们预计今后国家会重点支持国内高端装备制造业的发展，金融企业也会给予强力支持。从这一角度，我们可以认为"一带一路"战略可带动国内产业结构升级，而国内金融机构可支持这些处于战略上下游的产业。这类业务的主要从事银行包括进出口银行、国开行、商业银行。

专项基金的直接投资：目前，中非发展基金通过股权投资、准股权投资和基金投资的方式，可作为参考。预计海上丝路基金、丝路基金也可以从事直接投资业务。

日常国际银行业务：信用证、保函、代付、汇兑等常规结算、贸易融资业务，以及其他财务咨询、风险管理、投资银行等创新业务。主要由商业银行当地分机机构负责。海外网点较多的银行包括工商银行、中国银行、建设银行、交通银行等，但各行网点布局各有差异。

我们将上述各类金融的服务主体、产品种类汇总于示意图。

图 9："一带一路"开发阶段主要涉及的金融机构与金融产品



资料来源：光大证券研究所

3、投资建议及风险分析

3.1、投资逻辑小结

"一带一路"是我国互联互通国际战略的重点，由于"一路"（海上丝路）有关键要冲仍然为西方掌控，因此重振陆路（"一带"）才是重点中的重点。结合一般经济发展规律来看，若想启动一地的经济，首先要在沿线打造贸易中心，这要么让它成为商品集散地（背后有一片生产商品的腹地），要么让它成为交通要冲。

"一带"沿线油气储备丰富，经资源开发后有望成为商品集散地。另外，随着高铁技术的发展，待其效率高过海运，则有可能使丝路沿线重新成为交通要冲。但不管用什么方式，前期开发（资源开发、基建开发等）都将是重点，而这需要开发性金融的强力支持。商业银行也会适当参与开发性项目，但更多是参与项目上下游的商业性机会，以及结算业务。

3.2、维持行业"买入"投资评级

我们预计国际化水平较高的国内大型商业银行将获得最大业务机会，主要业务点包括境外投资或承包贷款、出口卖方信贷、国际结算业务。空间较大的是出口卖方信贷，"一带一路"战略将通过上下游产业链带动设备设计制造等相关行业发展，规模较为乐观。国际结算业务则主要是境外网点较多的大型商业银行受益。

我们维持银行业"买入"投资评级。

提请重点关注国际化水平较高的国内大型商业银行，包括工商银行、中国银行、建设银行、农业银行、交通银行。

3.3、风险分析

最大的风险在于地缘政治风险。"一带一路"战略实施挑战了西方的战略控制，因此会在国际上受到强大阻力，进度受制于主要力量的博弈，时间表上仍有不确定性。

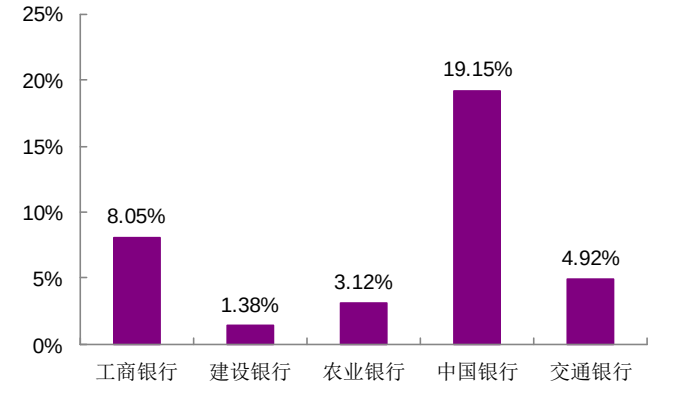
4、重点个股推荐

4.1、国内大型商业银行"走出去"现状

A 股上市银行中五大行的国际化水平处于行业前列。

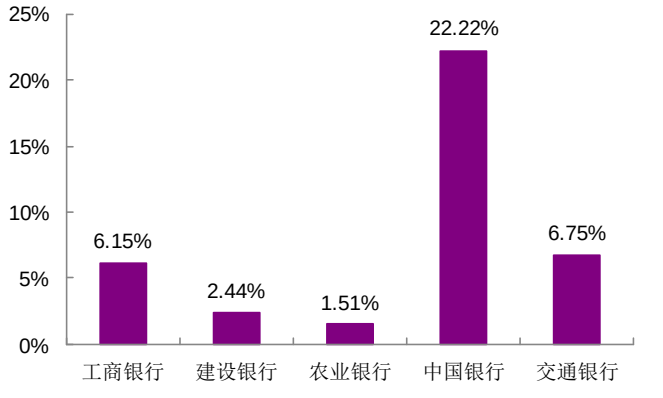
从境外收入、利润总额占全行比例来看，中国银行保持传统优势，境外收入和税前利润占比均在 20%左右（其中一半来自中银香港集团）。其他银行占比仍不足 10%，但较此前也已有较大程度提高，说明我国近几年大型银行走出去的步伐也在加快。

图 10：五大行境外收入占比



资料来源：公司公告（2014 年中报）

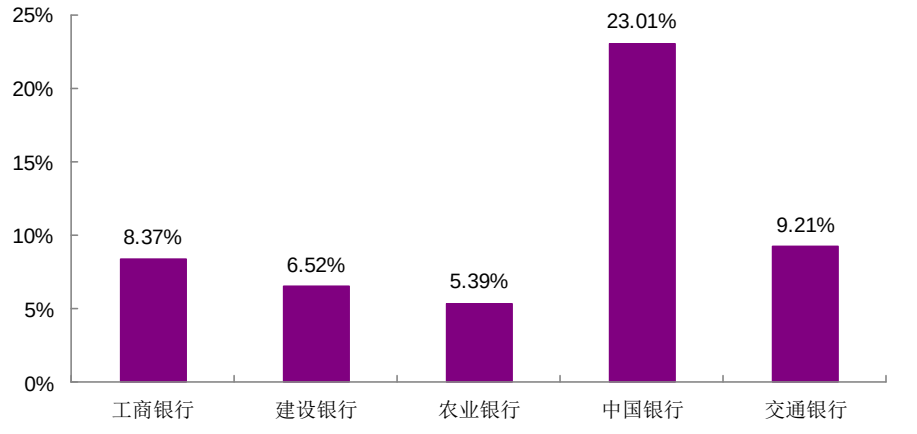
图 11：五大行境外税前利润占比



资料来源：公司公告（2014 年中报）

资产布局上看，境外贷款占全行贷款总额比例也已较高，其中中国银行已经达到 23%，其他银行则在 10%以内，比例较高的还有交通银行和工商银行，分别为 9.21%、8.37%。以美元等西方货币计价的境外资产，未来有可能能享受升息周期的收益。

图 12：五大行境外贷款占比



资料来源：公司公告（2014 年中报）

而从境外分支机构布局上看，工商银行海外分支机构（含分行、子行、代表处）布局的国家与地区最多，为 29 个，尤其在环太平洋地区（东北亚、东南亚、大洋洲、美洲）布局较多，也就是海上丝路沿线地方；而中国银行共布局 28 个国家或地区，在欧洲、亚洲布局较为密集，尤其在西欧有独特优势，并且深耕多年，国际化运作极为成熟，陆上丝路接通中国与欧洲后有望直接受益。网点优势主要体现在，开发性金融以及其他金融服务，大多仍然需要落脚在商业银行的当地网点，商业银行通过当地分支机构办理汇付结算、风险管理等日常业务。

表 2：五大行海外机构布局的国家或地区

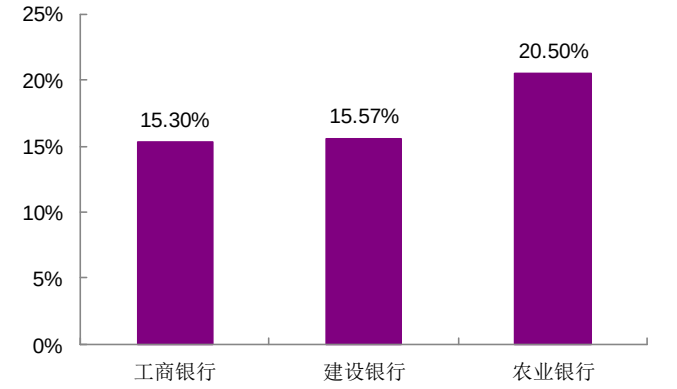
国家或地区		工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行
港澳台	中国香港	√	√	√	√	√
	中国澳门	√	√		√	√
	中国台湾		√		√	√

国家或地区		工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行
一带：海上丝路（东北亚、东南亚、南亚、中东）	新加坡	√	√	√	√	√
	韩国	√	√	√		√
	越南	√	√	√	√	√
	巴基斯坦	√				
	日本	√	√	√	√	√
	印度	√				
	老挝	√				
	缅甸	√				
	马来西亚	√			√	
	阿联酋	√	√	√		
	柬埔寨	√			√	
	印度尼西亚	√			√	
	泰国	√			√	
	澳大利亚	√	√	√	√	√
	新西兰	√	√		√	
	卡塔尔	√				
一路：陆上丝路（中亚、欧洲）	德国	√	√	√	√	√
	卢森堡	√	√		√	
	比利时				√	
	法国				√	
	荷兰				√	
	波兰				√	
	瑞典				√	
	意大利				√	
	匈牙利				√	
	哈萨克斯坦	√				
	英国	√	√	√	√	√
	俄罗斯	√	√		√	
非洲	赞比亚				√	
	南非	√	√			
美洲	英属维京群岛		√			
	巴拿马				√	
	阿根廷	√				
	巴西	√			√	
	秘鲁	√				
	加拿大	√	√	√	√	
	美国	√	√	√	√	√
总 数		29	18	11	28	11

资料来源：公司公告（2014 年中报）

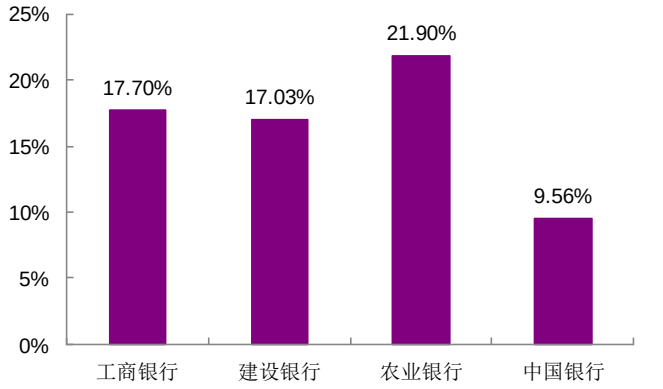
除了境外布局外，我们还需要考虑境内布局。我们前文已指出，"一带一路"不是仅仅去花钱帮别人搞基建，我国才是最大受益国，因为该战略一方面能带动国内装备制造的出口，一方面也能带动丝路沿线境内段的发展，尤其是境内中西部欠发达省区，未来将变为对外开放的前沿。2014 年中报显示各行在国内西部地区布局不一，其中农业银行来自西部地区的收入占全行收入比例为 20.5%，显著高于同行。农业银行西部地区贷款占比也高达 21.9%。

图 13：大型银行西部地区收入占比



资料来源：公司公告（2014 年中报。中行未披露该项）

图 14：大型银行西部地区贷款占比



资料来源：公司公告（2014 年中报）

综上，我们重点推荐个股依次包括：工商银行、中国银行、建设银行、农业银行、交通银行。

4.2、个股评级及盈利预测

我们对上述五大行"走出去"的基本情况汇总如下：

表 3：五大行"走出去"基本情况

银行	境外贷款占比	境外收入占比	境外布局国家和地区数量	主要情况
工商银行	8.37%	8.05%	29	第一大行，海外布局以亚太为主，受益于丝路开发
中国银行	23.01%	19.15%	28	老牌国际业务专业银行，海外布局以欧美为主
建设银行	6.52%	1.38%	18	基建业务传统优势银行
农业银行	5.39%	3.12%	11	境内 20%以上业务布局于西部地区，受益于丝路境内段
交通银行	9.21%	4.92%	11	以国际化、综合化为战略

资料来源：公司公告（2014 年中报）

我们对工商银行、中国银行完成首次覆盖，并给予"买入"评级。同时首次覆盖建设银行、农业银行，给予"增持"评级。维持交通银行的"增持"评级。

各行投资评级及盈利预测如下：

表 4：五大行盈利预测及投资评级

代码	名称	股价	EPS			PE			评级
			13A	14E	15E	13A	14E	15E	
601398	工商银行	4.88	0.75	0.83	0.88	6.5	5.9	5.6	买入
601988	中国银行	4.47	0.56	0.59	0.64	8.0	7.5	7.0	买入
601939	建设银行	6.40	0.86	0.93	1.03	7.4	6.9	6.2	增持
601288	农业银行	3.76	0.51	0.56	0.60	7.4	6.7	6.2	增持
601328	交通银行	6.50	0.84	0.88	0.89	7.7	7.3	7.3	增持

资料来源：光大证券研究所

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

工商银行：亚太地区布局完善

公司简报

◆基本情况：

工商银行是全球存款第一、盈利第一的银行，也是我国资产规模最大的银行。国内网点实现所有省市区全覆盖，海外覆盖 29 个国家和地区，尤其在亚太地区布局较为完善，能够在“一带一路”战略实施过程中，为沿线项目提供金融服务。作为大型商业银行，工商银行已经初步完成全能银行的架构，旗下设有保险、信托、金融租赁、基金管理等金融牌照，在服务超大型企业客户方面具有较强优势。因此，我们认为其完全具备服务“一带一路”战略的能力。

◆资产负债结构均衡，资产质量稳定：

2014 年三季度末，工商银行总资产达到 20.15 万亿元，为全国第一大银行。贷款总额 10.85 万亿元，较年初增长 9%，占同期全部资产增量的 72%。存款总额 15.34 万亿元，较年初增长 5%。作为大型银行，工商银行资产负债结构相对稳定，信贷、投资、同业等各类资产的占比无大的变动，负债结构也无明显变化。

◆不良率有所上升但资产质量整体稳定：

2014 年三季度末不良率为 1.06%，较年初上升 12BP，也是近年来首次超过 1%。不良余额为 1154.71 亿元，比年初增加 217.82 亿元。同期拨备余额为 2501.08 亿元，拨贷比 2.30%，拨备覆盖率 216.60%，均较年初下降，整体充足，拨备补提压力不大。今年以来，工商银行不良资产来源主要以环渤海、珠三角为主，主要是受宏观疲弱影响，小企业经营恶化，另外西部地区也因资产价格下跌而产生一些不良资产。这一形势与前期已有所变化，前期不良资产来源主要是长三角为主，而目前长三角形势却已趋于平稳。

◆盈利预测及投资评级：

我们预计工商银行 2014-2015 年 EPS 为 0.83 元、0.88 元，对应 PE 为 5.86 倍、5.56 倍。目前 PB 在 1.1 倍左右，仍然具有吸引力。我们完成首次覆盖，并给予“买入”评级。。

业绩预测和估值指标

主要指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入	589,637	681,780	719,614	815,431
增长率	*9%*	*18%*	*6%*	*13%*
净利润	262,649	292,487	308,630	327,373
增长率	*10%*	*11%*	*6%*	*6%*
每股收益（元）	0.75	0.83	0.88	0.93
PE	6.51	5.86	5.56	5.24
PB	1.25	1.08	0.95	0.85

买入（首次）

当前价/目标价：4.88/6.00 元

目标期限：12 个月

分析师

王剑 (执业证书编号：S0930514050003)
021-22169174
wangjian88@ebscn.com

市场数据

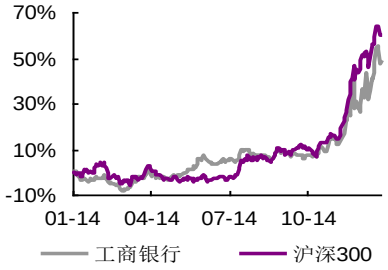
总股本(亿股)： 3534.94

总市值(亿元)：17250.52

一年最低/最高(元)：3.20/5.36

近 3 月换手率：7.95%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.01	-4.07	-10.90
绝对	16.16	38.83	48.71

相关研报

中国银行：国际业务领先银行

公司简报

◆基本情况：

中国银行是我国最早成立的现代银行之一，老牌的国际业务专业银行。网点布局于 28 个国家和地区，尤其重点覆盖欧洲、美洲，亚太地区覆盖也较好，与“一带一路”战略的路线高度吻合。并且其境外分支机构经过多年的精耕细作，已经具备了成熟的国际联动体系，这一点是其他近年才新近铺设境外机构的银行所不具备的。此外，中国银行国际业务产品线最为齐全，旗下也已有综合金融全牌照，拥有中银香港、中银保险、中银航空租赁、中银集团投资、中银保险等全资子公司。从数据上看，中国银行境外资产、营业收入、利润占比均达到 20%以上，是我国国际化水平最高的商业银行。

◆资产负债结构调整，同业业务有所收缩：

中国银行资产负债结构有所调整，同业业务有所收缩。三季度末中国银行全集团存款总额 11.05 万亿元，季度环比减少 1433 亿元，但较年初增 9495 亿元（增长主要在第一季度），这可能是受存款波动新规影响，也有二季度末存款冲时点因素。同时，同业资产与负债环比均有收缩，同样是监管约束所致。另外，向央行借款环比增加 1612 亿元，可能是央行 SLF 工具，起到对冲存款流失的功能。

◆拨备计提力度较大，拖累盈利增长：

前三季度计提资产减值损失 391 亿元，力度较大，对盈利增长产生一定拖累。前三季度盈利同比增长 9%，前三季度逐季下降。其中三季度拨备计提达到 113 亿元，同比增长 150%，力度极大。三季度末全行不良资产余额为 9075 亿元，不良贷款率 1.07%，不良贷款拨备覆盖率 207.70%，拨贷比 2.23%。而贷款拨备余额前三季度净增 203 亿元，按此估算，前三季度不良贷款核销金额达 180 多亿元，前三季度不良毛生成率为 0.47%，资产质量仍有一定压力。

◆盈利预测及投资评级：

我们预计中国银行 2014-2015 年 EPS 为 0.59 元、0.64 元，对应 PE 为 7.58 倍、6.98 倍。目前 PB 在 1.2 倍左右，依然处于相对合理的水平。我们完成首次覆盖，并给予“买入”评级。

业绩预测和估值指标

主要指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入	407,508	450,108	490,110	537,014
增长率	*11%*	*10%*	*9%*	*10%*
净利润	156,911	171,002	185,120	199,029
增长率	*12%*	*9%*	*8%*	*8%*
每股收益（元）	0.56	0.59	0.64	0.69
PE	7.98	7.58	6.98	6.48
PB	1.35	1.21	1.09	0.92

买入（首次）

当前价/目标价：4.47/6.00 元

目标期限：12 个月

分析师

王剑 (执业证书编号：S0930514050003)
021-22169174
wangjian88@ebscn.com

市场数据

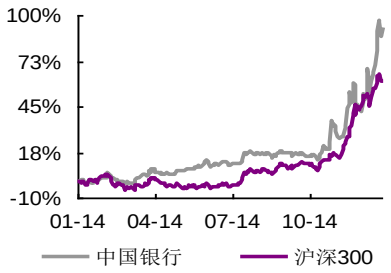
总股本(亿股)： 2887.31

总市值(亿元)：12906.28

一年最低/最高(元)：2.44/4.76

近 3 月换手率：19.99%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	21.86	22.45	32.49
绝对	31.96	66.23	93.35

相关研报

2015 年 1 月 12 日

建设银行（300253.SZ） 银行业

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

建设银行：基建传统优势银行

公司简报

◆基本情况：

建设银行为我国第二大银行，2014 年三季度末总资产 16.74 万亿元，不良率 1.13%，资产质量稳定。建设银行早期为基建投资银行，至今仍然在该领域具备专业化优势，基建类信贷占比仍然较高，能够为大型基建项目提供咨询、融资、风险管理等全流程服务，与国内基建相关的大型集团和领先企业保持了紧密的合作关系，对于“一带一路”战略的实施有其独特优势。与此同时，建设银行也积极参与中小企业业务，促力全行转型。建设银行在国际化、综合化方面稳步推进，目前网点布局逐步扩大，但盈利水平仍然有待提高。

◆不良率持续上升，整体风险可控：

三季度末建设银行不良率为 1.13%（海外子行并表抬高了不良率，若剔除则 1.07%），较年初增 13BP；不良余额 1530.20 亿元，较年初增 200.56 亿元。作为大型商业银行，建设银行资产质量走势与全行业相仿，此前不良增量主要来自长三角地区的小企业，而 2014 年不良增量则主要来自环渤海地区、珠三角地区，以及中部地区，行业上仍然以制造业、商贸业为主。在我们的行业分析中，长三角地区是全国资产质量的先行指标，目前已趋于平稳，这对全国资产质量前景是良好的信号。建设银行三季度末的拨备余额为 2469.42 亿元，拨贷比 2.64%，拨备覆盖率 234.47%，仍较充足。

◆盈利增长 8%，资产负债结构稳定：

建设银行 2014 年前三季度盈利增长近 8%，基本符合预期。盈利增长主要由生息资产规模增长驱动，净息差同比稳定，但拨备计提对盈利增长产生一定的拖累，这与全行业趋势相近。生息资产规模增长主要由信贷、投资等驱动，同业资产基本稳定，显示出大型银行相对稳定的资产负债结构。但同业负债增长较快。

◆盈利预测及投资评级：

我们预计建设银行 2014-2015 年 EPS 为 0.93 元、1.03 元，对应 PE 为 6.88 倍、6.21 倍。我们完成首次覆盖，并给予“增持”评级。

业绩预测和估值指标

主要指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入	501,521	554,475	613,919	673,078
增长率	*10%*	*11%*	*11%*	*10%*
净利润	214,657	233,284	256,442	287,837
增长率	*11%*	*9%*	*10%*	*12%*
每股收益（元）	0.86	0.93	1.03	1.15
PE	7.44	6.88	6.21	5.57
PB	1.50	1.32	1.17	1.03

增持（首次）

当前价/目标价：6.40/7.50 元

目标期限：12 个月

分析师

王剑 (执业证书编号：S0930514050003)
021-22169174
wangjian88@ebscn.com

市场数据

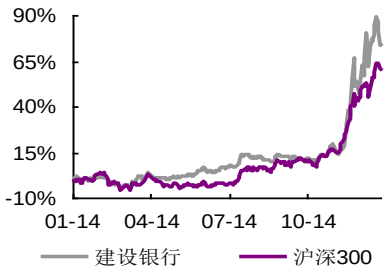
总股本(亿股)： 2500.11

总市值(亿元)：16000.70

一年最低/最高(元)：3.75/7.22

近 3 月换手率：7.92%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.27	13.39	13.03
绝对	13.37	57.17	73.89

相关研报

农业银行：境内西部地区优势银行

公司简报

◆基本情况：

农业银行曾经是我国的涉农业务专业银行，在中国广大城乡（尤其是县域）布局有大量网点。农业政策性业务剥离后，城乡网点依然发挥着重要作用，在吸收存款等方面有着自身优势。截止 2014 年 6 月末，农行境内分支机构数量达到 23,573 个，在国内银行业仅次于邮储银行。尤其是在其他商业银行布局较少的西部地区，农业银行仍然有独特优势，2014 年中报显示其在西部地区的信贷占比、营业收入占比均超过 20%，将成为“一带一路”战略的直接参与者和受益者。

◆盈利增长 10%，资产规模和净息差双驱动：

农业银行 2014 年前三季度营业收入、归母净利润分别增长 12.13%、10.47%，前三季度逐季下降，但仍然是四大行中最高者。盈利增长主要由规模贡献，而净息差也同比回升，驱动盈利增长，这在同业之中也较罕见。拨备计提力度较大，对盈利形成一定拖累。三季度末资产总额 15,96 万亿元，较上年末增长 10%左右，资产负债结构基本稳定，同业业务占比略微提升。

◆不良率缓慢上升但整体平稳：

由于历史原因，农业银行不良率高过其他同业，但近期升势却相对同行更显平缓。2014 年 9 月末不良率为 1.29%，较年实上升 7BP，升幅较小，显示出资产质量压力相对温和。从中报披露情况来看，农业银行不良来源主要是长三角、珠三角地区，行业分布则主要是制造业、商贸业，这与全行业规律相近。9 月末不良余额为 1,034.66 亿元，较年初增加 156.85 亿元。拨备余额为 3466.83 亿元，拨贷比，拨备覆盖率 335.07%，拨贷比 4.33%，拨备充足。当期拨备计提力度较大并非由于资产质量恶化。

◆盈利预测及投资评级：

我们预计农业银行 2014-2015 年 EPS 为 0.56 元、0.60 元，对应 PE 为 6.71 倍、6.27 倍。目前 PB 在 1.1 左右，较为合理。我们完成首次覆盖，并给予“增持”评级。

业绩预测和估值指标

主要指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入	462,625	500,120	539,031	600,154
增长率	*9%*	*8%*	*8%*	*11%*
净利润	166,315	183,021	195,930	211,987
增长率	*15%*	*10%*	*7%*	*8%*
每股收益（元）	0.51	0.56	0.60	0.65
PE	7.37	6.71	6.27	5.78
PB	1.45	1.25	1.09	0.95

增持（首次）

当前价/目标价：3.76/5.00 元

目标期限：12 个月

分析师

王剑 (执业证书编号：S0930514050003)
021-22169174
wangjian88@ebscn.com

市场数据

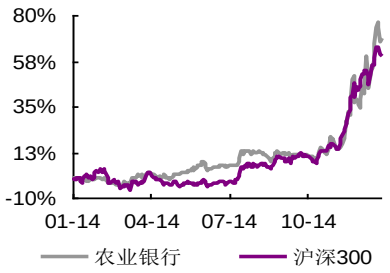
总股本(亿股)： 3247.94

总市值(亿元)：12212.26

一年最低/最高(元)：2.27/4.13

近 3 月换手率：13.96%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	11.43	8.02	7.50
绝对	21.52	51.80	68.36

相关研报

交通银行：以国际化和综合化为战略

公司简报

◆基本情况：

交通银行是我国第五大商业银行，也是一家明确以国际化、综合化“两化”为全行长期战略的银行。目前交通银行在境外布局了 11 个国家和地区，大多分布于亚太地区。另外，交通银行旗下综合金融布局也已基本完成，覆盖了证券、基金、保险、租赁等金融全牌照。因此，也已具备为“一带一路”战略提供相关服务的能力。而本身又有强烈的市场化改革预期，我们看好其未来的股价表现。

◆存款压力仍存，盈利受息差收窄和拨备拖累，不良趋势日益平稳：

交通银行 2014 年 9 月末资产总额 6.21 万亿元，较年初增 4.22%，但单季环降 1.13%，存款下降是主因；存款总额 4.12 万亿元，单季环减 2594 亿元，较年初也下降 400 多亿元，存贷比紧张，制约业务增长；贷款总额 3.48 万亿元，较年初增 6.51%。前三季度盈利增长近 6%，全部由生息资产规模增长贡献，净息差收窄和拨备则有负贡献。此前交行的不良资产主要来自长三角地区，以小企业为主。其他地区基本平稳。我们估计前三季度不良毛生成率为 0.41%（2013 年全年约 0.64%），因此从生成趋势上看，整体上平稳可控。整体而言，交通银行基本面仍有提升空间。

◆深化混合所有制改革预期强烈：

交通银行较早提出深化混合所有制改革。交通银行是最早实施股份制改革并 A+H 上市的大型银行之一，已具备混合所有制特征，有其样本意义。所谓深化混合所有制改革，我们将其理解为：如何使现代公司治理“形神兼备”，完善职业经理人制度，最终以改进银行内部经营效率为整体目标。交通银行基本面本身有不足之处，改革所能带来的边际空间较大，我们对其改革前景表示乐观。

◆盈利预测及投资评级：

我们预计交通行 2014-2015 年 EPS 为 0.88 元、0.89 元，现价对应 PE 为 7.35 倍、7.33 倍。目前 PB 在 1.1 倍左右，为业内相对低值，维持“增持”评级。

业绩预测和估值指标

主要指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入	164,435	167,246	177,062	200,127
增长率	*10%*	*7%*	*6%*	*13%*
净利润	62,295	65,709	65,837	73,276
增长率	*7%*	*6%*	*0%*	*11%*
每股收益（元）	0.84	0.88	0.89	0.99
PE	7.74	7.35	7.33	6.59
PB	1.15	1.04	0.94	0.85

增持（维持）

当前价/目标价：6.50/7.00 元

目标期限：12 个月

分析师

王剑 (执业证书编号：S0930514050003)
021-22169174
wangjian88@ebscn.com

市场数据

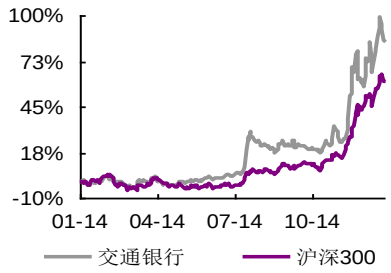
总股本(亿股)： 742.63

总市值(亿元)：4827.08

一年最低/最高(元)：3.59/7.33

近 3 月换手率：33.63%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.79	8.78	22.44
绝对	12.88	52.56	83.30

相关研报

存款流失制约信贷投放——交通银行 2014 年三季报点评 ……2014-10-29

资产质量仍有压力，改革红利值得期许——交通银行 2014 年中报点评 ……2014-08-22

行业重点上市公司评级与估值指标

证券代码	公司名称	流通 A (百万)	当前股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					13A	14E	15E	13A	14E	15E	13A	14E	15E	上次	本次
601398	工商银行	266,700	4.88	6	0.75	0.83	0.88	6.5	5.8	5.5	1.28	1.11	0.98	买入	买入
601939	建设银行	9,594	6.40	7.5	0.86	0.93	1.03	7.4	6.9	6.2	1.56	1.37	1.21	增持	增持
601288	农业银行	284,164	3.76	5	0.51	0.56	0.60	7.4	6.7	6.2	1.50	1.29	1.13	增持	增持
601988	中国银行	205,109	4.47	6	0.56	0.59	0.64	8.0	7.5	7.0	1.37	1.23	1.11	买入	买入
601328	交通银行	32,709	6.50	7	0.84	0.88	0.89	7.7	7.3	7.3	1.15	1.04	0.94	增持	增持
601166	兴业银行	16,180	16.18	18	2.16	2.55	2.77	7.5	6.3	5.8	1.54	1.33	1.15	增持	增持
600000	浦发银行	14,923	15.43	17	2.19	2.42	2.53	7.0	6.4	6.1	1.41	1.34	1.13	增持	增持
000001	平安银行	9,837	15.08	16	1.86	1.53	1.72	8.1	9.8	8.8	1.28	1.35	1.05	增持	增持
601009	南京银行	2,969	13.85	15	1.51	1.80	2.08	9.2	7.7	6.6	1.55	1.29	1.13	买入	买入
002142	宁波银行	2,872	14.86	16	1.68	1.76	1.98	8.8	8.4	7.5	1.68	1.41	1.22	买入	买入

资料来源：光大证券研究所

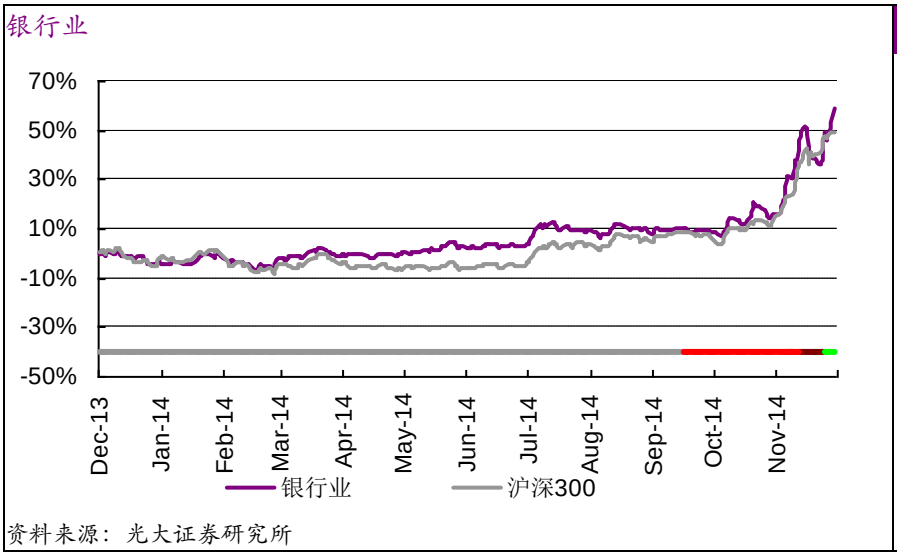
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王剑，中国人民大学金融学硕士，CFA 持牌人，2006 年 7 月开始在银联数据担任投资分析师，2011 年 6 月加盟浙商证券研究所，担任金融行业分析师，2014 年 5 月加盟光大证券研究所。目前主要覆盖银行业以及互联网金融等领域，对银行业、浙江区域经济、互联网金融等领域有较为深刻的认识与见解，擅长自上而下整理行业投资逻辑。

投资建议历史表现图



资料来源：光大证券研究所

日期	评级
2014-10-08	增持
2014-10-08	增持
2014-10-10	增持
2014-11-20	增持
2014-11-21	增持
2014-11-28	买入
2014-11-28	买入
2014-11-30	买入
2014-12-04	买入
2014-12-17	买入

买入—	增持—	中性—
减持—	卖出—	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称"本公司"）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称"光大证券研究所"）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebscn.com
	刘公直	010- 58452029	-	liugongzhi@ebscn.com
上海	严非	021-22169086	-	yanfei@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebscn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	-	lixy1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebscn.com
机构客户业务部	**姓名**	**办公电话**	**手机**	**电子邮件**
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com
上海	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebscn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebscn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com