

银行

证券研究报告

2019年05月31日

6月策略：大行性价比明显提升

站在18年底，我们在《19年银行业投资策略：业绩平稳，花开有时》中主推零售银行龙头-平安和招行以及低估值优质股份行如兴业光大，基于零售银行的弱周期性以及股份行受益于流动性宽松。而我们当时对四大行并不看好，大行负债主要是存款，在流动性宽松环境下，负债成本难降而资产收益率或下行，使得净息差下行，基本面逻辑不占优。但当前股价或已基本反映了这些逻辑，而逻辑有了新变化。

信贷投放节奏或放缓，经济难乐观。大行由于客户基础好且对接政府项目多，逆周期的信贷需求多。四大行19Q1信贷投放多或与监管鼓励及大行逆周期信贷（基建等）需求多有关，由于节奏前置，未来或放缓。股份行19Q1信贷投放相对一般，或与一般企业信贷需求一般以及债券的替代效应有关。贸易摩擦加大之下，一般企业信贷需求不振，对中小行的信贷需求构成影响。此外，**高风险机构处置或有溢出效应**，小行同业负债能力下降，信用扩张放缓，短期经济难乐观。

大行性价比明显提升。四大行年初至今涨幅小，估值低，股息率较高，基本面逻辑边际改善，性价比提升。由于客户基础好，信贷投放客户优质，受贸易摩擦等不确定性的影响较小，基本面平稳。**在经济走势不明朗及货币政策受制于汇率等诸多不确定性下，基于防御逻辑，大行的性价比明显上升。**

6月金股-工商银行：Q1业绩超预期，资产质量稳健的一流大行

营收及PPOP增速均创1Q12以来新高。1Q19营收增速达19.4%（对比1Q18仅为4.05%），创1Q12以来的新高。其中，净利息收入稳健增长，增速8.16%，若将其与其他非息收入合并看待，则增速达21.7%。中收显著回暖。工行中收基础较好，尽管18年有资管新规和股市低迷的影响，中收仍录得4.1%的正增长。1Q19中收增速回升至10.9%，或受益于理财回暖和股市走牛。拨备前利润增速23.9%（1Q18仅4.2%），也达到了12Q1以来的新高。

净息差维持高位，负债结构进一步优化。测算19Q1净息差2.31%，较18年上升1BP，为五大行中国较高水平，亦维持高位。存款增速维持高位。1Q19存款余额YOY+9.53%，基本保持稳定，存款占计息负债比重较1Q18微幅上升0.73pct至88%，负债结构进一步改善。

不良率连续下降，拨备计提愈加充足。1Q19不良率为1.51%，较上年末下降1BP，已连续9个季度下降；18年末逾期贷款率仅1.75%，不良隐忧较小。19Q1拨备覆盖率185.9%，较上年末提高10.1pct，保持稳步上升趋势。

作为大行龙头，工行治理规范且市场化程度较高，存款增长较好，客户基础继续夯实，负债端优势明显。工行年初至今涨幅小，股息率较高，估值低，下行空间小；19Q1业绩超预期，且作为大行龙头或间接受益于高风险机构的处置，逻辑改善。

风险提示：经济超预期下行导致资产质量大幅恶化；贷款利率大幅下行等。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-05-30	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601398.SH	工商银行	5.67	增持	0.84	0.88	0.94	1.01	6.75	6.44	6.03	5.61
000001.SZ	平安银行	12.22	买入	1.45	1.69	2.05	2.47	8.43	7.23	5.96	4.95
600919.SH	江苏银行	7.28	买入	1.13	1.29	1.48	1.69	6.44	5.64	4.92	4.31
601818.SH	光大银行	3.88	买入	0.64	0.70	0.76	0.84	6.06	5.54	5.11	4.62
601288.SH	农业银行	3.71	买入	0.58	0.61	0.65	0.69	6.40	6.08	5.71	5.38

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

廖志明

分析师

SAC执业证书编号：S1110517070001

liaozhiming@tfzq.com

行业走势图

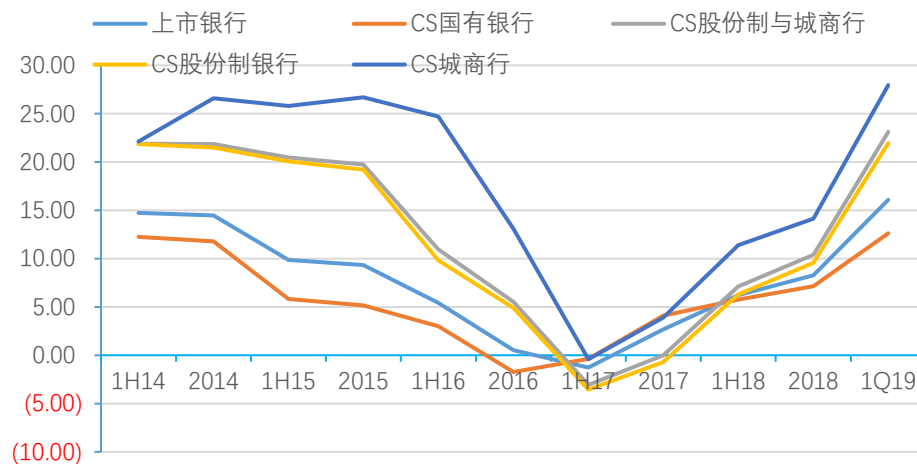


资料来源：贝格数据

相关报告

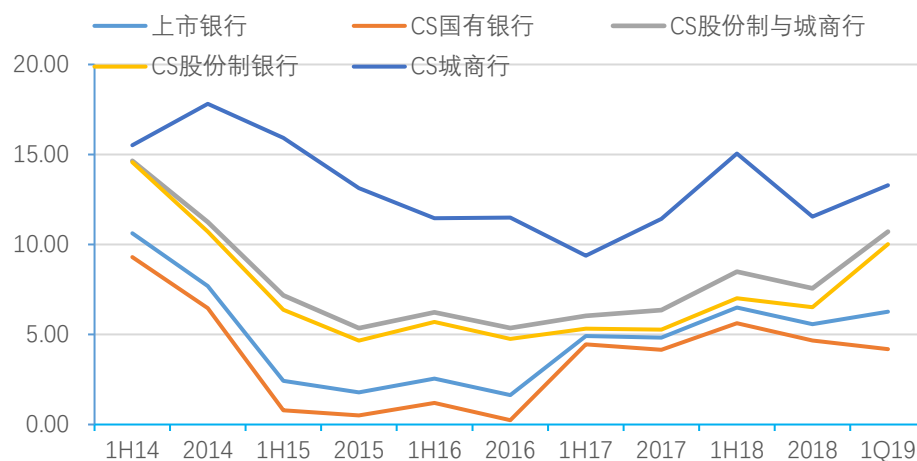
- 《银行-行业研究周报：“包商银行”之事影响或有限，银行板块性价比高》2019-05-26
- 《银行-行业点评：工行建行打头阵，理财子公司正式登场》2019-05-23
- 《银行-行业专题研究：银行信贷结构有何变化？》2019-05-21

图 1：上市银行 1Q19 营收增速达 16.08%，较 18 年明显上升（%）



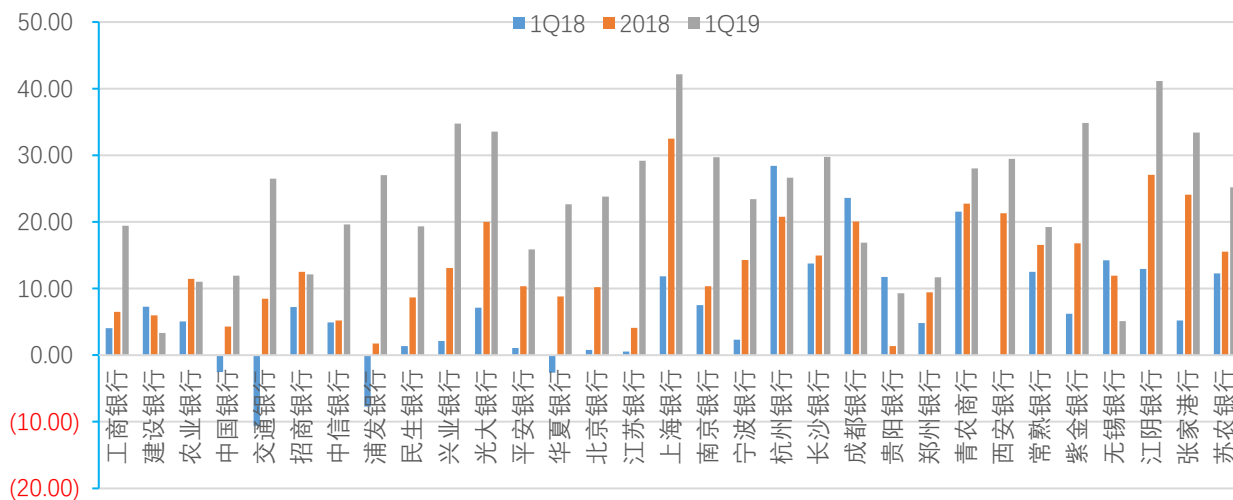
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：上市银行整体 1Q19 净利润增速达 6.26%，较 18 年上升，中小行改善大（%）



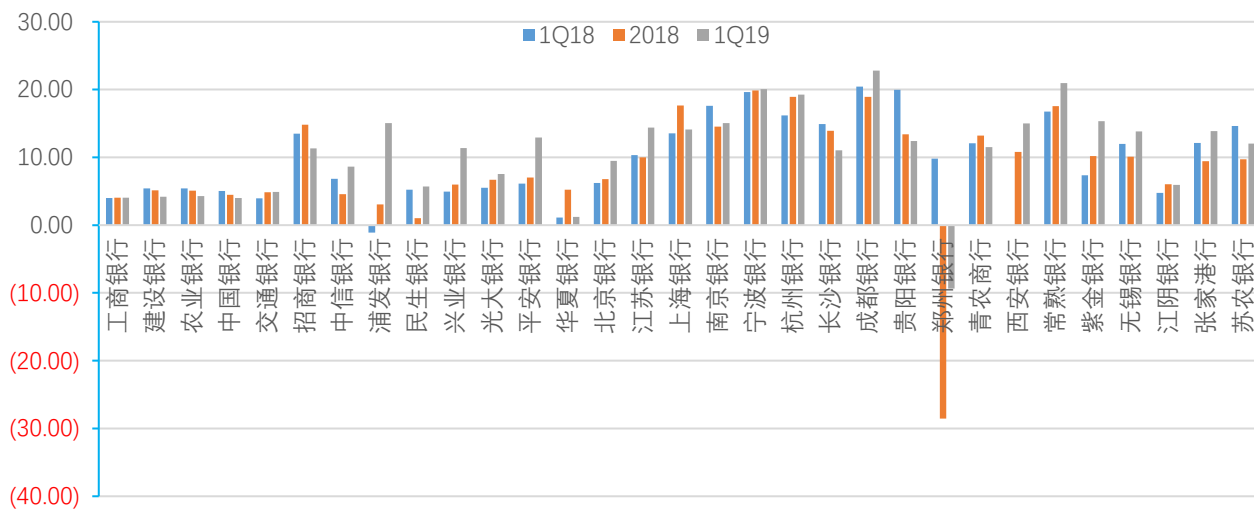
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：多数银行 1Q19 营收增速明显改善，不少上市银行营收增速超 20%（%）



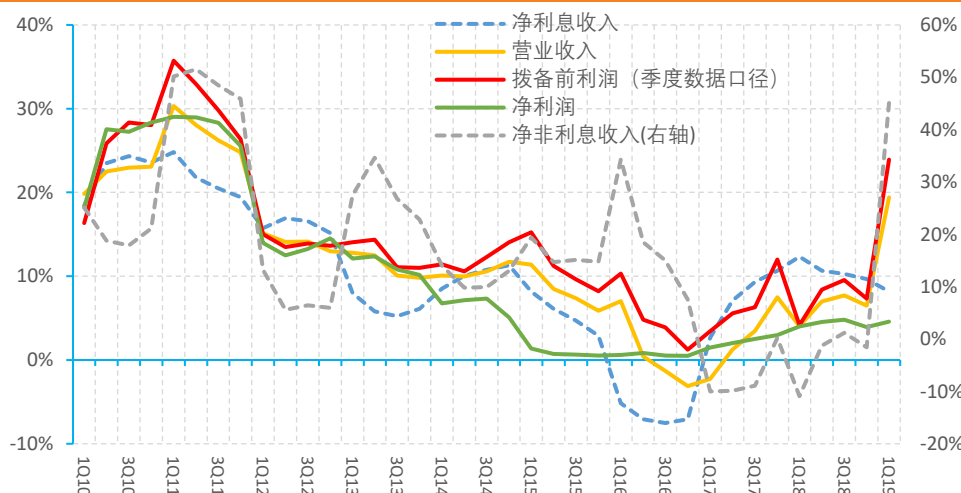
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：中小行 1Q19 净利润增速提升较多（%）



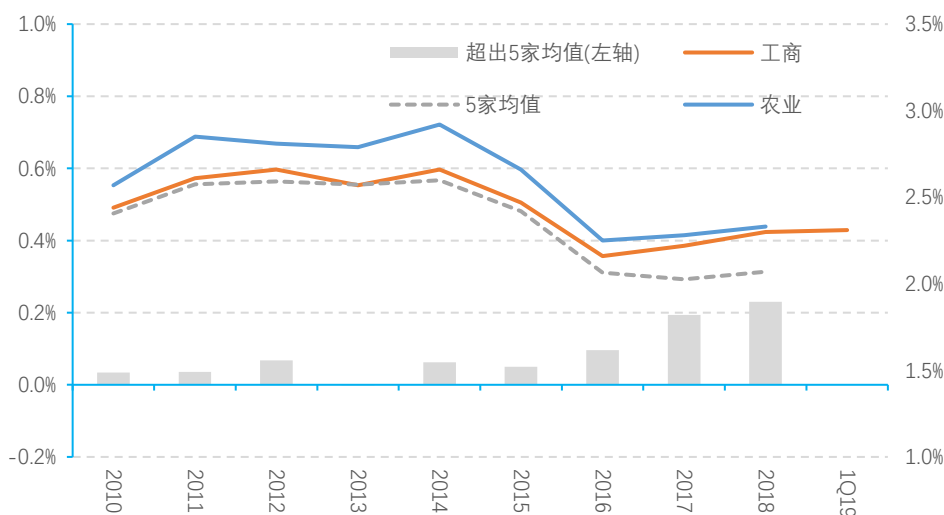
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 5：营收利润整体增长形势良好，非息收入增速提升迅猛



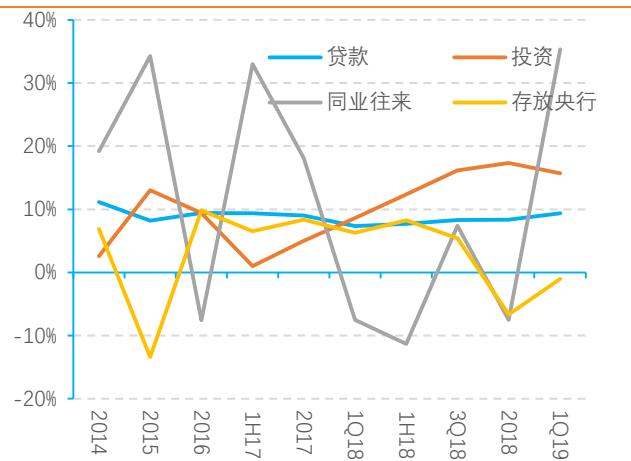
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：工行净息差在五大行中处于较高水平



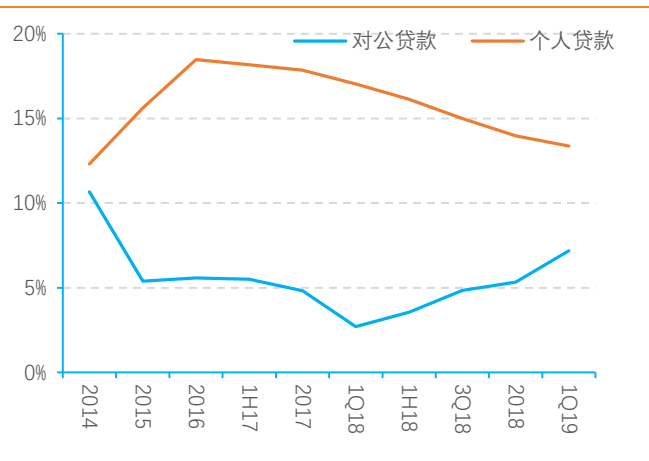
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 7：1Q19 贷款增速稳中有升、投资维持 18H2 的较高增速水平



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 8：对公/个贷增速——19Q1 对公贷款增速提升更为显著



资料来源：公司财报，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com