

## 3月社融超预期信贷多增 关注保险股一季报预期

### 银行 中性（维持）

### 非银金融 强于大市（维持）

#### 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

赵耀 一般从业资格编号  
S1060117090052  
010-56800143  
ZHAOYAO176@PINGAN.COM.CN

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。

#### ■ 银行板块：

本周市场下跌，但板块跑赢沪深300指数0.32个百分点，获得相对收益。本周3月金融数据公布，总体呈现信贷放量多增、社融增速回升的趋势，企业贷款回暖以及结构的好转也反映出金融加强服务实体以及融资需求的回升；社融规模在表内外融资和直接融资共同拉动下明显超出市场预期，趋势将延续稳中有升。目前市场预期持续回暖，板块PB修复对应18年0.9倍左右，在经济预期有所修复后，我们认为短期整体板块估值平稳，建议关注招行、宁波、常熟、中信、中行。

#### ■ 证券板块：

证券板块本周下跌5.53%，跑输沪深300指数3.72个百分点。业绩层面上市券商本周已悉数公布前三月月度财务数据，3月业绩继续表现亮眼，可比的31家上市券商前3月累计营收及净利润同比增速分别同比增长58%和78%，但板块仍然出现较为明显的回调。当前板块PB估值为1.99倍，略低于历史平均水平。我们认为券商后续走势仍然具有一定的不确定性，后期能否持续增长还需要关注业绩能否持续改善以及政策能否持续推动，同时结合一季报的预期。标的方面重点关注券商绝对龙头中信证券、权益类自营布局较高的东方证券以及低估值的大型券商海通证券。

#### ■ 保险板块：

本周保险板块下跌0.25%，跑赢沪深300指数1.56个百分点。前期较为担心的长端利率近期持续提升，目前十年期国债收益率已提升至3.33%以上，且社融增速的回升使得长端利率获得一定支撑，有望明显增厚保险股的估值水平。此外随着一季报的临近，上市险企整体的价值、投资及利润数据有望超预期，一季报有望表现抢眼，板块估值仍然会有持续向上的动力。标的方面重点推荐估值相对较低且开门红表现相对较好的新华保险。

#### ■ 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) 政策调控力度超预期。在去杠杆、防风险的背景下，行业监管的广度和深度不断加强，资管新规等一系列政策和监管细则陆续出台，如果整体监管趋势或者在某领域政策调控力度超预期，可能对行业稳定性造成不利影响。

3) 保险开门红改善不及预期及利率下行风险。如果开门红后期数据改善不及预期，仍可能对股价造成负面影响，而当前对于长端利率的担忧可能成为保险公司的潜在风险，长端利率下降将使得保险公司投资收益率受到影响，同时也会影响当期利润。

4) 监管政策边际改善不及预期。我们认为当前证券板块估值提振的重要因素之一为预期政策端的边际改善，如果改善不及预期可能影响券商股估值修复。

5) 市场下跌出现系统性风险。金融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，有可能带动金融板块股价下跌。

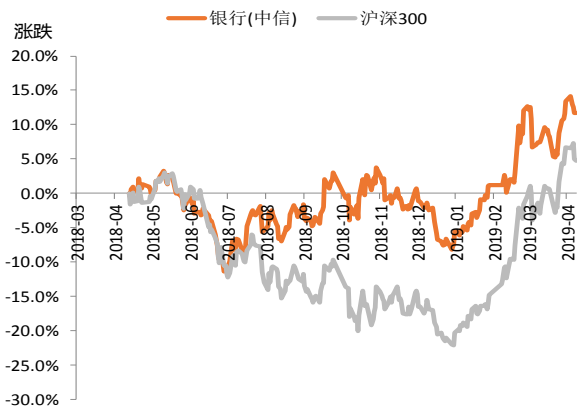
## 一、一周市场回顾

### 1.1 银行板块一周市场表现

本周 A 股银行板块下跌 1.49%，同期沪深 300 指数下跌 1.81%，A 股银行板块涨幅跑赢沪深 300 指数 0.32 个百分点。按中信一级行业分类标准，银行板块涨跌幅排名 11/29。不考虑次新股，16 家 A 股上市银行股价表现较好的是南京银行 (+2.67%)、北京银行 (-0.31%) 和中国银行 (-0.51%)，表现稍逊的是平安银行 (-3.17%)、建设银行 (-2.96%) 和中信银行 (-2.77%)。次新股里表现较好的是常熟银行 (+1.96%)、上海银行 (+0.64%) 和贵阳银行 (-0.80%)。14 家 H 股上市银行表现较好的是盛京银行 (+11.11%)、招商银行 (-0.43%)、重庆银行 (-0.50%)，表现稍逊的是农业银行 (-3.23%)、中信银行 (-1.96%) 和民生银行 (-1.82%)。

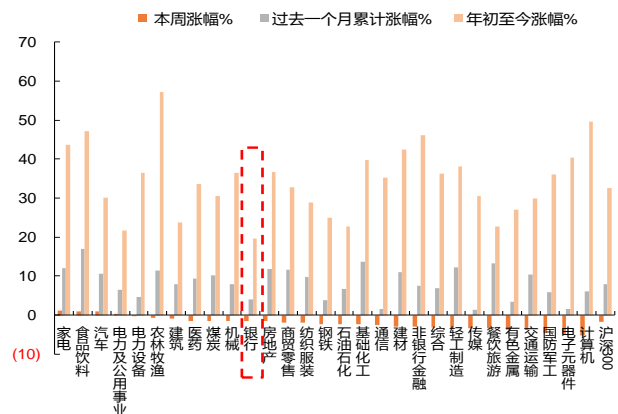
从各行较年初增幅来看，16 家 A 股上市银行表现较好的平安银行(+43.07%)、宁波银行(+41.55%) 和招商银行 (+38.10%)，表现稍逊的是农业银行 (+3.89%)、中国银行 (+7.20%) 和工商银行 (+8.32%)。次新股里表现较好的是常熟银行 (+35.50%)、张家港行 (+28.41%) 和贵阳银行 (+27.25%)。14 家 H 股上市银行表现较好的是招商银行 (+40.07%)、盛京银行 (+31.96%) 和重庆银行 (+13.87%)，表现稍逊有徽商银行(-1.18%)、哈尔滨银行(+1.66%)和农业银行(+4.96%)。

图表1 A股银行板块涨幅跑赢沪深300



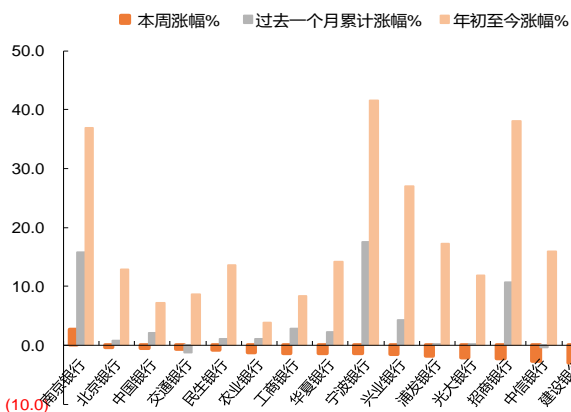
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表2 A股各行业一周涨跌幅



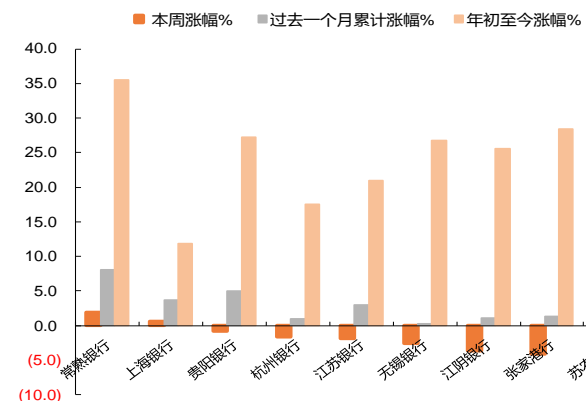
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表3 A股16家银行一周涨跌幅



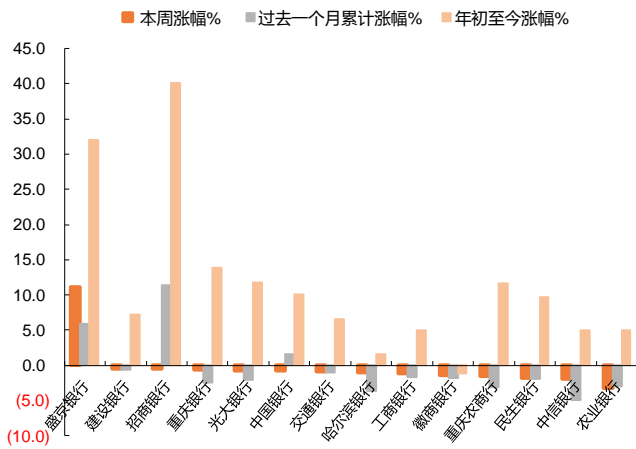
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表4 A股银行次新股一周涨跌幅



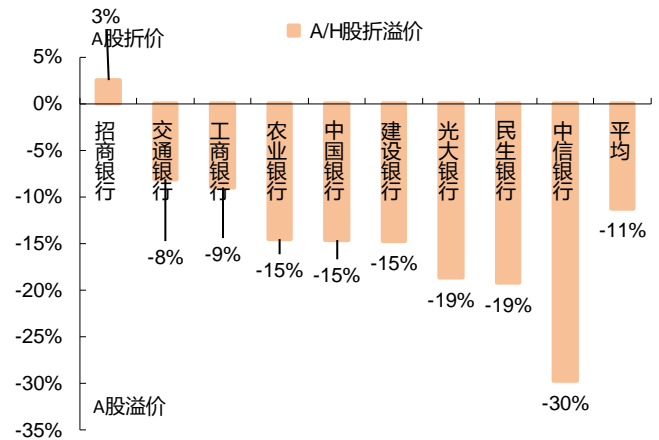
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表5 H股银行一周涨跌幅



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表6 A股银行相对于H股折/溢价

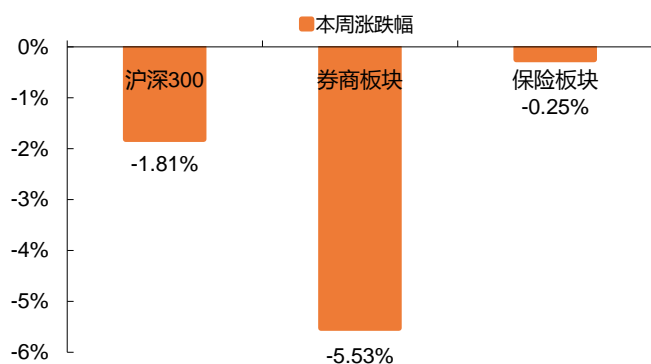


资料来源: WIND、平安证券研究所; 注: 正数表示A股银行较H股便宜

### 1.2 非银板块一周市场表现

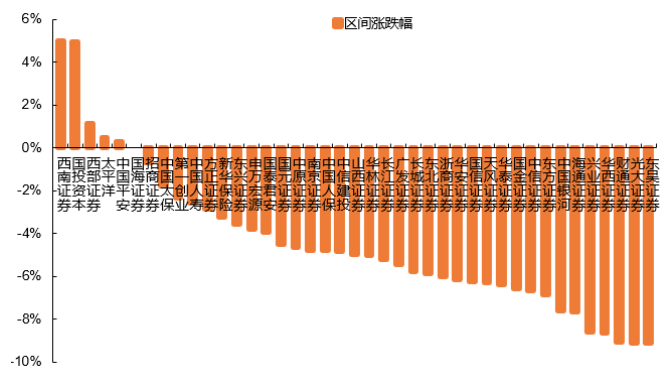
非银板块方面, 本周证券板块下跌 5.53%, 保险板块跌幅为 0.25%, 保险板块略微下跌, 但跑赢大市。本周证券板块整体回调, 仅部分中小券商包括西南证券 (+5.0%)、国投资本 (+5.0%)、西部证券 (+1.2%)、太平洋 (+0.5%) 等略有上涨, 龙头券商整体跌幅在 5% 左右, 上周涨幅较高的东吴证券、海通证券、国金证券等回调明显。保险板块本周仅中国平安 (+0.3%) 实现正增长, 前期估值较高的中国人保继续下跌 (-4.8%)。

图表7 本周非银板块涨跌幅情况



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表8 本周非银个股涨跌幅情况



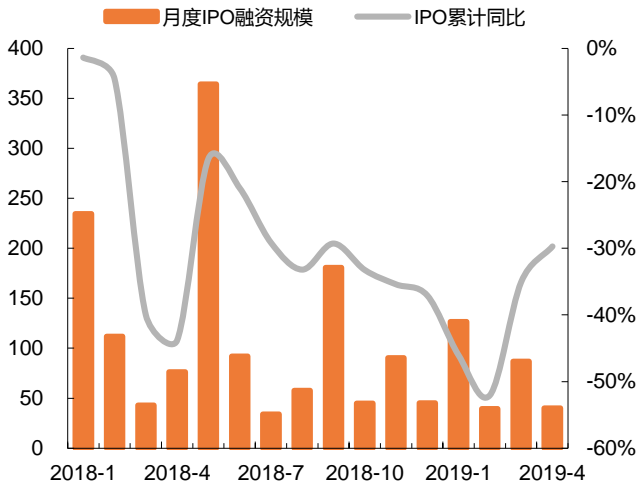
资料来源: WIND、平安证券研究所

### 1.3 证券板块本周核心数据

- **交易量:** 本周两市股基日均成交额 8947.86 亿元, 本周环比下降 14.7%, 日均成交额略有回落但仍处于相对高位。2019 年两市股基累计成交额 444,804 亿元, 股基日均成交额 7,174 亿元, 同比 (累计) 增长 40.54%。

- **投行业务：**截至本周，股权融资业务中 IPO、增发及配股累计总规模分别为 293 亿元、1,620 亿元和 57 亿元，直接融资及再融资规模同比分别下降 29.7%和 41.1%。债权融资中，核心债券企业债、公司债累计发行规模分别为 968 亿和 4,917 亿，核心债券累计发行规模同比增长 68.7%（截至 4 月 14 日）。

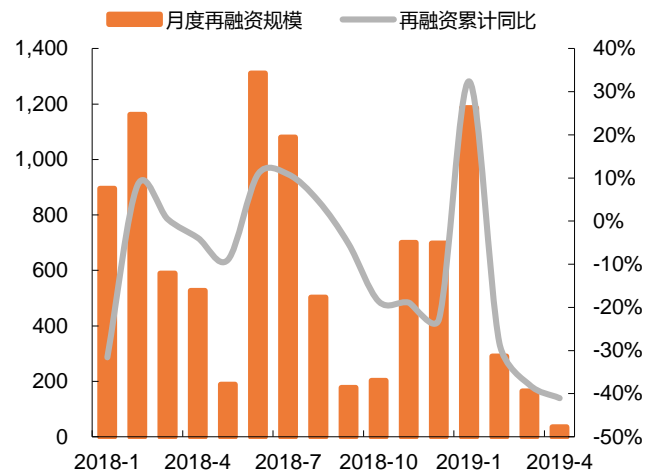
图表9 月度IPO融资规模及累计同比情况（亿元）



资料来源:Wind、平安证券研究所

注：按网上发行日期统计

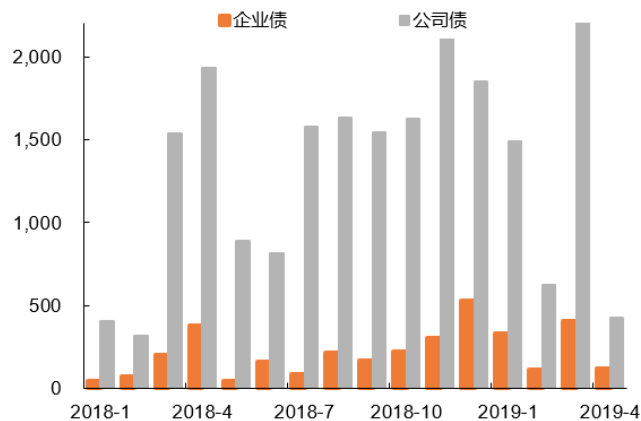
图表10 月度再融资规模及累计同比情况（亿元）



资料来源:Wind、平安证券研究所

注：再融资统计增发及配股，其中增发按发行日期统计；配股按除权日计算

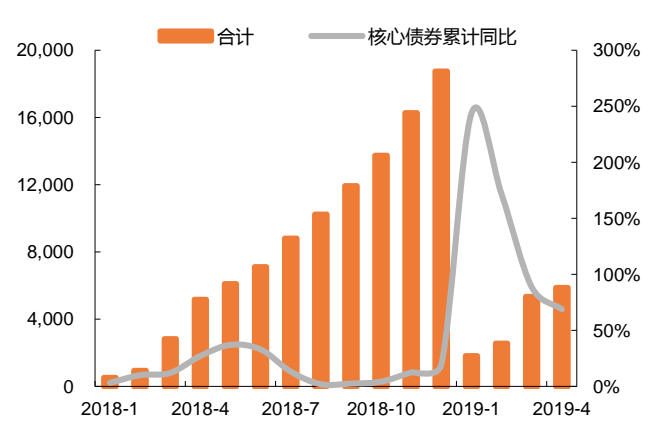
图表11 企业债及公司债月度发行情况（亿元）



资料来源:Wind、平安证券研究所

注：按发行起始日期统计

图表12 核心债券累计发行情况及同比（亿元）

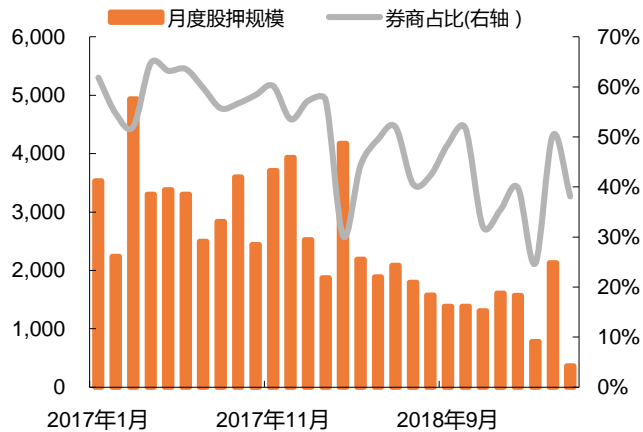


资料来源:Wind、平安证券研究所

注：按发行起始日期统计，核心债券包括企业债及公司债

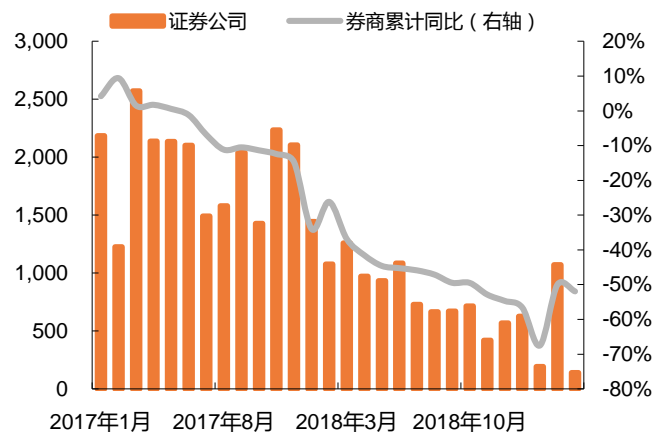
- **两融业务：**截至 2019 年 4 月 13 日，融资融券余额 9692.5 亿元，环比上周增长 2.5%，其中融资余额 9599.04 亿元，融券余额 93.46 亿元。
- **股权质押：**2019 年质押业务总规模（按抵押标的的市值计算）4,847 亿元，其中券商所做的股权质押业务为 2030 亿元，同比下降 51.9%，在股权质押业务中占比 41.9%。

图表13 行业月度股押规模及券商占比（亿元）



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表14 券商月度股押规模及累计同比（亿元）



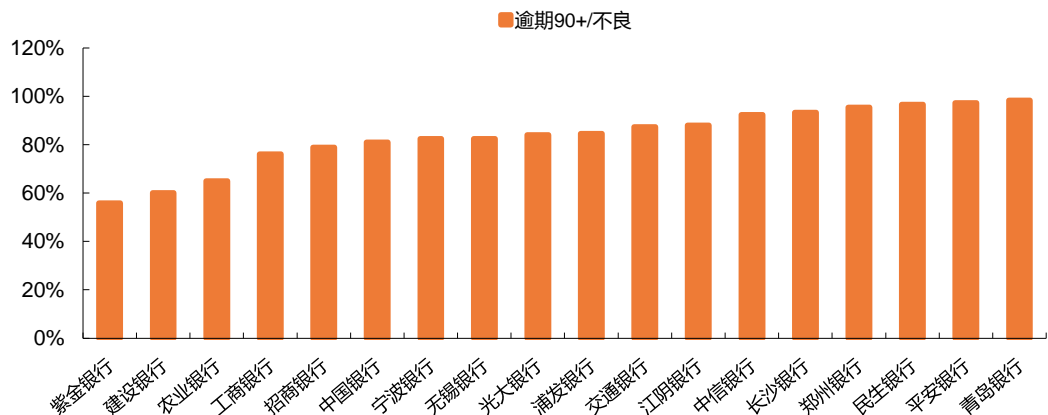
资料来源: Wind、平安证券研究所

## 二、行业重点事件点评

**【重点事件一】**4月10日，据中证报，已有地方银监部门鼓励有条件的银行将逾期60天以上贷款纳入“不良”。国家金融与发展实验室副主任曾刚认为，监管层进一步鼓励有条件的银行将逾期60天以上贷款纳入不良，旨在做实资产质量。

**【简评】**从2017年开始监管严查银行乱象，到18年要求银行将逾期90天以上贷款计入不良，监管通过鼓励银行主动暴露存量风险，强化资产质量的夯实度，这也是对单纯的五级分类制度的纠偏。根据上市银行18年年报，已披露数据的上市商业银行目前已将逾期90天以上贷款全部计为不良，若进一步将逾期60天以上贷款纳入不良，部分银行会带来不良率和拨备覆盖率提升的压力，但是我们认为在信用风险缓和的趋势下逾期60天的贷款在纳入不良后转回的概率也相对较大，对资产质量的夯实没有非常大的必要性。

图表15 已披露年报的上市银行逾期90+/不良（2018A）



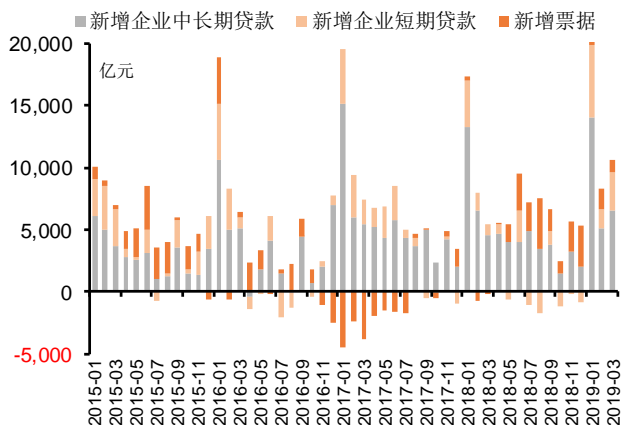
资料来源: wind、平安证券研究所

**【重点事件二】**4月12日，央行公布3月金融和社融数据：3月新增人民币贷款1.69万亿，同比多增5777亿；人民币存款增加1.72万亿元，同比多增2133亿；新增社融2.86万亿，比上年同期多1.28万亿，增速10.7%；M2增速8.6%，增速同环比分别提升0.4pct、0.6pct。一季度整体新增人民币贷款5.81万亿，同比多增9526亿；人民币存款增加6.31万亿元，同比多增1.24万亿；新增社融8.18万亿，比上年同期多2.34万亿。

**【简评】**3月新增人民币贷款1.69万亿，同比多增5777亿，为近8个月扩增最大幅度，一方面监管持续引导，另一方面投放力度不弱也反映出信贷需求在持续释放。3月社融表现超出市场预期，新增2.86万亿，同环比分别大幅多增1.28和2.16万亿。表外非标融资回暖，委贷+信托+未贴现票据总规模新增824亿（2月为-3649亿），同比大增3353亿；企业债在2月略停滞重新放量，新增3276亿，基本持平上年同期；信贷仍是社融的主要贡献部分，3月对实体经济发放的人民币贷款新增1.96万亿，同比多增逾8000亿。3月居民和企业存款表现较好，年初以来存款增速持续回升。

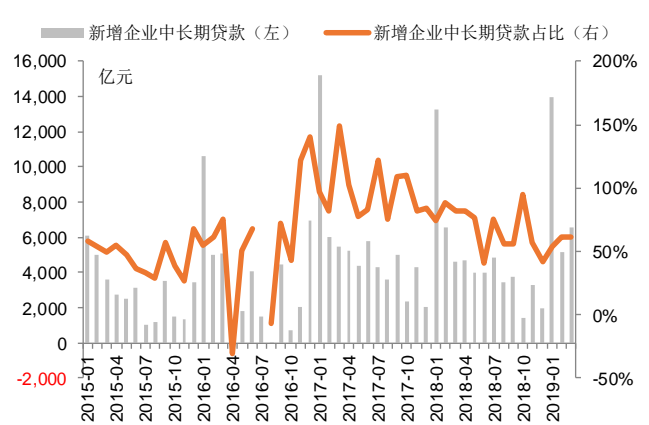
总体来说，3月新增信贷规模继2月回归常态后同环比均放量多增，居民贷款表现为短期消费贷的明显回升，企业贷款短期和中长期均双双回暖实现同比多增，反映出企业融资需求的回升以及基建项目投资的落地。社融方面，3月社融增速显著回升至10.7%，一方面信贷和债融力度不减，另一方面表外融资较上月明显修复。总体而言，一季度金融数据量增结构向好，表明政策稳步落地同时刺激部分融资需求的释放；社融数据也逐渐修复，稳中有升。

图表16 3月企业短期和中长期贷款均同比多增



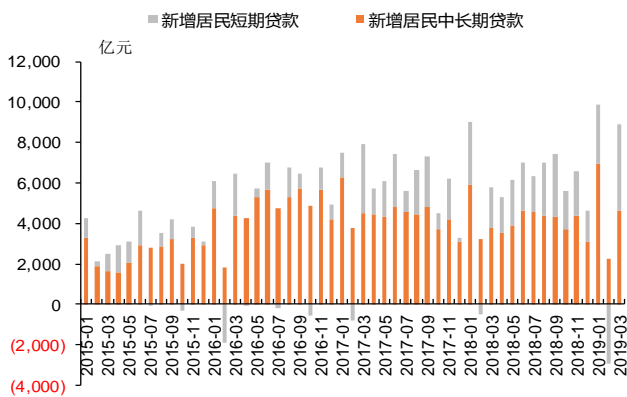
资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表17 3月企业新增中长期贷款恢复同比多增



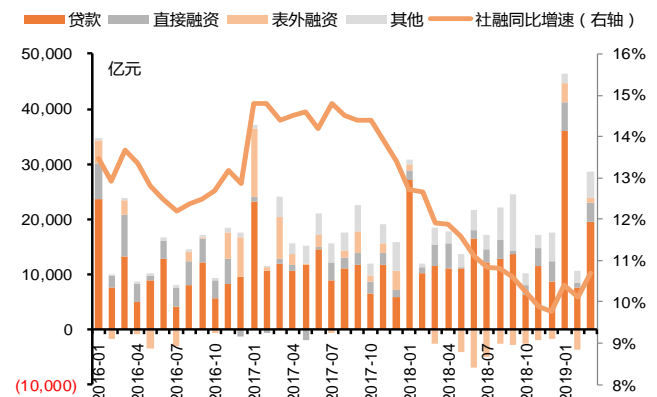
资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表18 3月居民短期和中长期贷款均同比多增



资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表19 3月社融增速大幅回升



资料来源：人民银行、平安证券研究所；注：17年1月后增速采用新口径下社融增速

【重点事件三】本周 36 家上市券商已经全部公布 2019 年 3 月月度经营数据。

【简评】36 家上市券商均披露 3 月财务数据简报，3 月共实现营业收入 322.55 亿元，净利润 160.48 亿元。可比口径下 3 月单月 31 家上市券商实现营业收入 297.45 亿元，环比上升 63%；单月实现净利润 148.04 亿元，环比增长 72%；券商 3 月业绩继续大幅增长。1-3 月 31 家可比券商累计营收及净利润分别为 681.57 亿元及 308.25 亿元，分别同比增长 58%和 78%。从 1-3 月累计净利润同比数据来看，太平洋证券（+1854%）、东吴证券（+463%）、东北证券（408%）、东方证券（315%）等增速居前，大型券商中海通证券（+77%）、中信证券（+55%）等增速居前。

3 月券商业绩弹性继续凸显，单月沪深 300 指数上涨 5.53%使得券商投资收益继续大幅增长，同时单月股基交易额 9254.20 亿元，同比大幅提升 83.2%，环比仍有 48.0%的增长，使得经纪业务收入显著增长；此外券商单月股押规模有所回升，同比开始实现正增长，且两融余额仍在持续上升。整体来看经纪、自营、两融等业务的持续改善使得券商业绩弹性更加凸显，业绩增速持续提升，并且后期看仍有持续改善的动力。

【重点事件四】银保监会网站 12 日公布的行政处罚决定书显示，经查，信美人寿存在未按照规定使用经批准或者备案的保险条款、保险费率以及欺骗投保人、被保险人或者受益人两种违法行为。

【简评】信美人寿此次受到处罚主要因为前期“相互保”项目，在相关项目上，信美人寿存在通过产品参数调整的方式改变产品费率计算方法和费率计算所需的基础数据、以及向保险消费者传达“相互保”产品依法合规的错误信息。18 年 10 月 16 日“相互保”上线仅一个多月后就被监管叫停，随后产品升级为“相互宝”，定位为互联网互助计划，与保险产品脱钩，并在今年 4 月份发展规模超过 5000 万，短短半年成为全球最大互助社群。

相互保险在全球每年保费规模超过万亿美元，占比接近全球保险市场份额的 30%，且拥有超过百年的发展历程，而当前在我国仍然缺乏相关的法律基础。相互宝的快速发展同样说明我国当前对保险保障的缺口仍然存在且空间极大，而由于监管机构对相互保险的界定，目前仅传统保险公司能够满足对保障的需求，我们认为在长周期上上市险企的保障转型仍将有足够的市场空间和发展前景，支撑大型上市险企新业务价值的持续增长以及价值率维持相对高位。

## 三、金融板块 2018 年报业绩汇总

### 3.1 上市银行 2018 年报业绩汇总

图表 20 上市银行 2018 年报

	营收 (YoY)			归母净利润 (YoY)			PPOP (YoY)			净息差			不良率			拨备覆盖率			资产增速(较上年末)		
	2018A	2018Q1-3	2017A	2018A	2018Q1-3	2017A	2018A	2018Q1-3	2017A	2018A	2018Q3	2017A	2018A	2018Q3	2017A	2018A	2018Q3	2017A	2018A	2018Q3	2017A
建设银行	5.99%	5.94%	2.74%	5.11%	6.39%	4.67%	7.98%	8.15%	10.36%	2.31%	2.34%	2.21%	1.46%	1.47%	1.49%	208.37%	195.16%	171.08%	4.96%	5.56%	5.54%
工商银行	6.51%	7.71%	7.49%	4.06%	5.10%	2.80%	8.82%	8.12%	9.24%	2.30%	2.30%	2.22%	1.52%	1.53%	1.55%	175.76%	172.45%	154.07%	6.18%	8.09%	8.08%
中国银行	4.31%	3.32%	-0.07%	4.45%	5.34%	4.76%	5.60%	4.28%	0.42%	1.90%	1.89%	1.84%	1.42%	1.43%	1.45%	181.97%	169.23%	159.18%	9.25%	7.49%	7.27%
交通银行	8.49%	5.37%	1.46%	4.85%	5.30%	4.48%	13.53%	10.53%	-0.94%	1.51%	1.47%	1.51%	1.49%	1.49%	1.50%	173.13%	171.09%	153.08%	5.45%	3.91%	7.56%
农业银行	11.46%	12.01%	6.13%	5.09%	7.25%	4.90%	15.99%	18.18%	7.23%	2.33%	2.65%	2.28%	1.59%	1.60%	1.81%	252.18%	254.94%	208.37%	7.39%	7.82%	7.58%
平安银行	10.33%	8.56%	-1.79%	7.02%	6.80%	2.61%	9.61%	4.18%	-4.13%	2.35%	2.29%	2.37%	1.75%	1.68%	1.70%	155.24%	169.14%	151.08%	5.24%	3.19%	9.99%
招商银行	12.52%	13.21%	5.33%	14.84%	14.58%	13.00%	11.28%	12.69%	4.08%	2.57%	2.61%	2.43%	1.36%	1.42%	1.61%	358.18%	325.98%	262.11%	7.12%	3.35%	5.98%
浦发银行	1.73%	1.31%	4.88%	3.05%	3.14%	2.18%	0.15%	0.24%	5.72%	1.94%	-	1.86%	1.92%	1.97%	2.14%	154.88%	152.60%	132.44%	2.48%	-0.78%	4.78%
中信银行	5.20%	5.27%	1.86%	4.57%	5.93%	2.25%	4.26%	4.17%	1.10%	1.94%	1.92%	1.79%	1.77%	1.79%	1.68%	157.98%	160.95%	169.44%	6.85%	3.30%	-4.27%
光大银行	20.03%	18.26%	-2.33%	6.70%	9.15%	4.01%	25.62%	19.08%	-4.25%	1.74%	1.68%	1.52%	1.59%	1.58%	1.59%	176.16%	172.65%	158.18%	6.58%	6.54%	1.70%
民生银行	8.66%	8.93%	-7.01%	1.03%	6.07%	4.12%	11.18%	11.34%	-6.40%	1.73%	1.65%	1.50%	1.76%	1.75%	1.71%	134.05%	161.68%	155.61%	1.57%	1.08%	0.11%
长沙银行	14.95%	13.71%	20.79%	13.94%	10.18%	23.22%	14.07%	11.02%	22.39%	2.45%	3.16%	2.67%	1.29%	1.31%	1.24%	275.40%	252.14%	260.00%	11.92%	10.01%	22.70%
郑州银行	9.44%	10.75%	3.00%	-28.53%	2.51%	7.03%	6.66%	6.85%	-0.32%	1.70%	1.57%	2.08%	2.47%	1.88%	1.50%	154.84%	157.75%	207.75%	6.96%	5.03%	19.03%
宁波银行	14.28%	14.12%	7.06%	19.85%	21.12%	19.50%	15.14%	13.49%	8.77%	1.97%	1.90%	1.94%	0.78%	0.80%	0.82%	521.83%	502.67%	493.26%	8.18%	5.24%	16.61%
青岛银行	32.04%	-	-7.25%	6.48%	-	-9.02%	29.56%	-	-0.79%	1.63%	-	-1.72%	1.68%	-	-1.69%	168.04%	-	153.52%	3.72%	2.08%	10.18%
江阴银行	27.09%	28.72%	1.53%	6.05%	5.38%	3.92%	40.37%	40.71%	-0.61%	2.67%	2.57%	2.33%	2.15%	2.28%	2.39%	233.71%	240.72%	192.13%	4.98%	4.05%	5.11%
无锡银行	11.95%	11.67%	13.16%	10.11%	11.81%	11.45%	13.61%	14.55%	20.04%	2.16%	2.23%	2.15%	1.24%	1.28%	1.38%	234.76%	229.20%	193.77%	12.59%	6.34%	10.02%
紫金银行	16.77%	-	5.24%	10.20%	-	-10.13%	20.04%	-	-1.96%	2.28%	2.18%	2.11%	1.69%	-	-1.84%	229.58%	-	245.73%	13.00%	11.36%	27.76%
汇总	7.79%	7.70%	3.28%	5.15%	6.53%	4.57%	9.66%	9.26%	4.89%	-	-	-	1.54%	1.55%	1.60%	198.96%	195.00%	173.21%	6.30%	5.64%	6.19%

资料来源: wind、平安证券研究所

截至本周，共 18 家 A 股上市银行公布 2018 年年报，净利润增速分别为：宁波银行（+19.85%）、招商银行（+14.84%）、长沙银行（+13.94%）、紫金银行（+10.20%）、无锡银行（+10.11%）、平安银行（+7.02%）、光大银行（+6.70%）、青岛银行（+6.48%）、江阴银行（+6.05%）、建设银行（+5.11%）、农业银行（+5.09%）、交通银行（+4.85%）、中信银行（+4.57%）、中国银行（+4.45%）、工商银行（+4.06%）、浦发银行（+3.05%）、民生银行（+1.03%）、郑州银行（-28.53%）；合计实现营收 3.79 万亿元，同比增 7.79%，实现归母净利润 1.32 万亿元，同比增 5.15%。

### 3.2 上市券商 2018 年报业绩汇总

图表21 上市券商 2018 年报

	营收 (亿元)		归母净利润 (亿元)		净资产 (YoY)		ROE	
	2018A	YoY	2018A	YoY	2018A	YoY	2018A	YoY
浙商证券	36.95	-19.87%	7.37	-30.71%	136.64	1.11%	5.39%	-2.48%
中信建投	109.07	-3.50%	30.87	-23.11%	475.77	8.74%	6.49%	-2.69%
国泰君安	227.19	-4.56%	67.08	-32.11%	1234.50	0.26%	5.43%	-2.60%
中信证券	372.21	-14.02%	93.90	-17.87%	1531.41	2.23%	6.13%	-1.50%
国海证券	21.23	-20.17%	0.73	-80.53%	135.73	-1.32%	0.54%	-2.19%
国元证券	25.38	-27.71%	6.70	-44.31%	246.36	-2.90%	2.72%	-2.02%
华安证券	17.61	-8.15%	5.54	-14.77%	125.25	2.13%	4.42%	-0.88%
广发证券	152.70	-29.22%	43.00	-49.97%	850.18	0.19%	5.06%	-5.07%
海通证券	237.65	-15.79%	52.11	-39.54%	1178.59	0.09%	4.42%	-2.90%
中国银河	99.25	-12.51%	28.87	-27.47%	659.82	2.28%	4.38%	-1.79%
国投资本	23.64	235.49%	16.79	-35.15%	364.08	0.25%	4.61%	-2.52%
国金证券	37.66	-14.22%	10.10	-15.89%	194.90	3.47%	5.18%	-1.19%
东方证券	103.03	-2.17%	12.31	-65.36%	517.39	-2.35%	2.38%	-4.33%
招商证券	113.22	-15.21%	44.25	-23.52%	807.23	1.88%	5.48%	-1.82%
中原证券	16.50	-23.19%	0.66	-85.12%	99.51	-2.15%	0.66%	-3.68%
光大证券	77.12	-21.61%	1.03	-96.57%	472.03	-2.83%	0.22%	-5.99%
第一创业	17.70	-9.31%	1.24	-70.59%	88.02	-0.62%	1.41%	-3.36%
西南证券	27.44	-10.34%	2.27	-66.08%	185.95	-4.07%	1.22%	-2.23%
华泰证券	161.08	-23.69%	50.33	-45.75%	1033.94	18.39%	4.87%	-5.75%
方正证券	57.23	-3.87%	6.61	-54.48%	377.53	0.87%	1.75%	-2.13%
申万宏源	152.77	14.29%	41.60	-9.55%	693.99	25.73%	5.99%	-2.34%
国信证券	100.31	-15.87%	34.23	-25.17%	524.64	0.74%	6.53%	-2.26%
兴业证券	64.99	-26.30%	1.35	-94.08%	524.64	56.94%	0.26%	-6.58%
东北证券	67.80	37.64%	3.01	-54.82%	524.64	234.79%	0.57%	-3.68%

资料来源：wind、平安证券研究所

截至 4 月 14 日，共有 24 家券商发布 2018 年年报，整体上看业绩均在预期以内。具体来看，大部分大型券商营收和净利润增速均高于行业平均水平（-14.47%，-41.04%），包括中信证券（-14.02%，-17.87%）、中信建投（-3.5%，-23.11%）、国泰君安（-4.56%，-32.11%），而中小券商 18 年业绩下滑幅度明显大于行业。但 19 年至今行业利润大幅增长，尤其是权益类自营业务收入带动券商整体业绩上行，同时中小券商今年业绩弹性更为明显。

## 四、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) 政策调控力度超预期。在去杠杆、防风险的背景下，行业监管的广度和深度不断加强，资管新规等一系列政策和监管细则陆续出台，如果整体监管趋势或者在某领域政策调控力度超预期，可能对行业稳定性造成不利影响。
- 3) 保险开门红改善不及预期及利率下行风险。如果开门红后期数据改善不及预期，仍可能对股价造成负面影响，而当前对于长端利率的担忧可能成为保险公司的潜在风险，长端利率下降将使得保险公司投资收益率受到影响，同时也会影响当期利润。
- 4) 监管政策边际改善不及预期。我们认为当前证券板块估值提振的重要因素之一为预期政策端的边际改善，如果改善不及预期可能影响券商股估值修复。
- 5) 市场下跌出现系统性风险。金融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，有可能带动金融板块股价下跌。

## 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。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
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