



金融行业周报

银行 Q1 业绩改善息差环比略降 券商 4 月业绩环比下降

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：

上周银行板块下跌 4.19%，跑赢沪深 300 指数 0.48 个百分点。银保监会披露一季度行业监管指标数据，行业基本面延续稳健改善的态势，在信用风险集中释放、以及在量升价稳下未来业绩仍具确定性，但季度增速环比回落是大概率事件。目前行业动态 PB 在 0.84 倍左右，上周受宏观经济和外部事件影响市场投资情绪波动，但板块基本面相对稳定、分红率高，具备相对配置价值。我们继续推荐招商银行、宁波银行、常熟银行、中信银行、农业银行、中国银行。

■ 证券板块：

上周证券板块下跌 6.42%，跑输沪深 300 指数 1.75 个百分点。4 月单月券商业绩环比明显下降，但同比增幅仍然较为明显，目前行业 PB 估值调整至 1.6 倍左右，我们认为从当前估值以及市场情绪角度可能存在短期的交易性机会，而长期而言在科创板持续推进、资本市场改革不断深化的背景下，板块估值仍然有提升空间，我们仍然维持行业“强于大市”评级，个股方面建议重点关注大型低估值券商海通证券、权益弹性更高的东方证券、龙头券商中信证券、华泰证券。

■ 保险板块：

上周保险板块下跌 5.89%，跑输沪深 300 指数 1.22 个百分点。短期看二季度新单改善趋势以及代理人情况仍然有待观察，且长端利率是影响当前估值的主要因素，但是：1) 投资端看，18 年 Q2 权益市场表现不佳，今年同期仍然具备一定空间；同时利率趋势整体向好，有助于险企估值提升和固收类资产配置，后期持续关注长端利率走势；2) 负债端看，上市险企一季报整体表现出色，公司间虽有所分化但整体保障空间仍然较大，行业健康险保持高增长，且上市险企有进一步增员的动力，有助于新单的持续改善，后期继续关注代理人及产品情况。当前国寿、太保及新华对应 2019E 的 P/EV 预计在 0.8 倍左右，处于较低水平。我们维持行业“强于大市”评级，建议关注负债端表现相对较好的新华保险以及经营稳健且二季度新单压力更小的中国太保。

■ 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) 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。

4) 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、行业重点事件点评

【重点事件一】央行公布4月金融和社融数据，4月新增人民币贷款1.02万亿，同比少增1615亿；人民币存款增加2606亿元，同比少增2746亿；新增社融1.36万亿，比上年同期少4080亿，增速10.4%；M2增速8.5%，低于上月末0.1个百分点。5月10日，央行就金融和社融数据召开吹风会，强调：1)当前M2和社融规模的增长与名义GDP的增速是匹配的；2)引导金融机构对小微企业的支持，结构化去杠杆；3)“三档两优”的存款准备金率新框架基本确立。

【简评】4月信贷投放同比少增，结构上，居民贷款保持稳定，企业部门新增量回落至18年以来次低值，一方面存在一季度冲量后回归常态的季节性因素，另一方面也反映了在宏观经济边际企稳下货币政策的边际调整。考虑到季节性因素，以及在经济边际企稳和监管强调结构性投放下，整体信贷的投放节奏将不会继续放缓，但边际上提升的空间也有限。

4月社融增速回落，结构上：1)信贷投放放缓，但仍是社融主要部分；2)表外非标融资继续调降，主要是未贴现票据同比多减；3)包括企业债和股票在内的直接融资整体投放较上年同期少增700多亿。总体社融数据回落是对一季度数据的修复，社融数据回归常态预期。受2018年5-7月表外融资断崖式下滑带来的低基数，未来非标对社融的拖累将会进一步下降，社融增速将有所反弹。

结合最近公布的4月份PMI和外贸数据出现不同程度的走弱，经济复苏在二季度可能存在一定曲折，以及结合央行近期建立中小银行存款准备金框架制度来看，未来信贷投放将更加注重结构性。

【重点事件二】银监会公布2019年一季度主要监管指标。截至2019年一季度末，我国银行业金融机构本外币资产276万亿元，同比增长7.7%。商业银行一季度实现净利润5715亿元，同比增长9.44%，净息差2.17%，同比提升9BP，环比降低1BP。商业银行不良贷款率1.8%，环比降低3BP；拨备覆盖率为192.17%，环比提升5.86pct。

【简评】一季度利润增速提升显著，行业息差环比略降1BP。一季度商业银行实现净利润5715亿，同比增9.44%，较18年同期提升3.6pct，环比18年四季度单季利润负增有明显改善。利润增速的提升主要源于上年同期的低基数以及量价齐升的贡献。一季度行业ROE、ROA分别为13.24%、1.02%，环比18年四季度改善151BP、12BP，但较上年同期分别降低76BP、3BP。一季度商业银行净息差2.17%，同比提升9BP，但环比收降1BP，结束了17年以来的持续修复态势。股份行息差改善仍然领跑，同环比提升且单季改善幅度走阔；大行和农商行净息差触顶回落，预计全年息差仍面临进一步收窄的压力。

大行带动行业不良率延续下行，不良走势分化拨覆盖率再提升。一季度行业资产质量延续改善：1)虽然不良余额和关注类贷款余额环比略有回升，但一季度末不良率和关注类贷款比例分别收录1.8%、3%，环比上年末降低3BP、13BP；2)行业拨备覆盖率环比进一步提升5.86pct至192.2%，后续银行信用风险认定计提将更加细化。各类银行资产质量走势依然分化，大行不良率再降9BP至1.32%，拨覆盖率大幅提升，资产质量继续领跑行业；股份行不良率相对平稳，维持在1.71%，拨覆盖率微升；城商行和农商行略有波动，不良率均较上年末提升9BP分别至1.88%、4.05%，拨覆盖率分别降低7.9pct、4.04pct至179.26%、128.5%。

【重点事件三】近期银保监会赵宇龙主任首度披露偿二代二期工程穿透式监管下保险业资产风险情况。

【简评】近年来在整体利率下行的大环境下，保险公司对非标资产配置持续增加，行业看19M3资金运用余额中其他资产占比已达到39.0%，上市险企中国寿、平安、太保、新华18年底非标资产配置占比分别为21.8%、17.0%、24.4%、32.3%，仍然处于相对较高水平，同时前期市场一度担忧非标资产的风险情况，而穿透式监管能够有效解决此问题。穿透式监管框架目前主要包括资本计

量规则和信息披露规则两方面，其中资本计量规则包括：1) 对非基础资产进行全面穿透；2) 彻底穿透，从严从紧，仅有极少数满足一定投资方向及分散要求的非基础资产可以原则上豁免穿透；3) 穿透信息可获取且计量依据充分可靠。从结果上，对单一主体采取超额类进法设置集中度阈值，对单一资产按照资产比例设置集中度阈值。当前整体项目工作处在测试校验阶段，预计年底将出台正式方案并开始试运行。

初步测试结果显示：1) 穿透测试结果有效：总体应当穿透资产占比 23%，其中 86% 实现了应穿尽穿，其余部分主要是因为无法从基金管理人处获取相关资料、无法满足季度估值时效性等原因。2) 穿透后整体资产结构配置基本不变：穿透后结果看大类资产配置比例及风险暴露变化并不明显，子资产中非标债、未上市权益资产以及不动产投资变化相对较大，但保险公司进行间接投资整体结构仍然比较简单。3) 对偿付能力影响整体偏正面：测试显示寿险公司整体充足率提升 6.7%，虽然市场风险最低资本小幅提升，但信用风险最低资本下降较为显著，主要因为信托及债权底层资产以企业债权为主且风险因子较低。4) 险资遵循价值投资，是实体经济长期稳定资金提供者：行业整体投资杠杆水平较低，测试寿险公司债券资产有效久期 8.7 年，平均久期区间显著高于其他金融行业，同时遵循价值投资，重点关注盈利强、估值低的优质成熟企业。

【重点事件四】上市券商已披露 4 月份业绩情况。

【简评】36 家上市券商均披露了 4 月财务数据简报，4 月共实现营业收入 190.64 亿元，净利润 71.95 亿元。可比口径下 4 月单月 31 家上市券商实现营业收入 175.85 亿元，环比下降 33%，但单月同比仍然增长 45%；单月实现净利润 66.88 亿元，环比减少 51%，但同比增长 50%；业绩环比下降主要因为 3 月受益自营业务收入的显著增长业绩基数较高，同时可能券商部分收入会在季度末确认，但单月营收和净利润同比仍然有较为明显的增长。1-4 月 31 家可比券商累计营收及净利润分别为 857.43 亿元及 375.13 亿元，同比分别增长 55% 和 74%，其中太平洋 (863%)、东方证券 (703%)、东北证券 (340%)、东吴证券 (324%) 等净利润增速居前。截至 2019 年 4 月，31 家可比上市券商的净资产为 12781.9 亿元，环比增长 0.5%，较 18 年末增长 3.2%。

具体分业务板块看：1) 经纪业务交易量环比下降：4 月单月日均股基交易额为 8423.95 亿元，市场活跃度仍然处于相对高位，但环比 3 月下降 8.97%；随着四月下旬以来市场的持续下跌以及对后市展望分歧的增加，交易量呈现逐步下行的趋势，短期看交易额的同比优势或将逐步收窄。2) 投行业务股冷债暖延续，股权融资总规模缺口仍然较大，IPO 规模同比缺口已经大幅收窄。3) 4 月自营业务收入预计受到较大影响，4 月沪深 300 指数上升 1.06%；中证综合债净价指数环比小幅下跌 0.75%，券商整体自营业务收入同比预计下降较为明显，后期看五月预计仍有承压。4) 资管业务仍较为低迷：整体资管新规仍然对券商资管业务产生持续影响，同时从上市券商一季报情况看，资管业务也成为券商主要业务中唯一收入出现负增长的业务。5) 两融余额环比增速明显下降，券商股押业务开始逐步恢复，虽然单月股押规模仍然负增长但幅度已有所收窄，预计各家券商围绕优质客户及投行客户逐步重拾股押业务，同时加强风控识别。

二、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) 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。
- 4) 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