

行业研究/专题研究

2020年05月05日

行业评级:

银行 增持(维持)
非银行金融 增持(维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

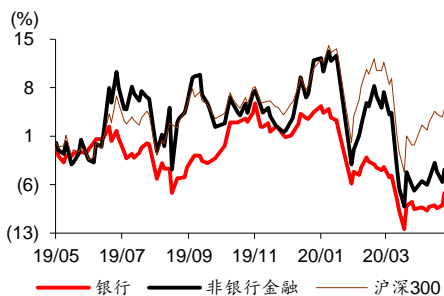
蒋昭鹏 0755-82492038
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

王可 021-38476725
联系人 wangke015604@htsc.com

相关研究

- 1《中国人保(601319 SH,增持): 财险边际回暖, 寿险转型深化》2020.04
- 2《北京银行(601169 SH,增持): 盈利能力稳健, 拨备水平提升》2020.04
- 3《招商银行(600036 SH,增持): 资产质量优异, 经营韧性显现》2020.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

金融业绩分化, 把握战略配置机会

金融行业 2020 年一季报综述

金融股业绩分化, 把握战略配置机遇

Q1 金融股业绩分化, 把握优质金融股战略配置机会。证券行业贝塔属性仍然较强, 一季度市场波动下投资业绩下滑拖累业绩, 大型券商经营相对稳健。资本市场深化改革加速, 龙头优质券商有望优先受益。银行盈利能力相对稳定, 息差下行幅度较小, 上市银行发力对公贷款实现以量补价, 且风险指标相对较优异, 看好政策对冲下的盈利表现持续稳健。保险净利润表现分化, 公司差异化经营策略导致寿险业务表现各异, 我们认为一季度的行业低点已过, 估值已基本反映了对长端利率的悲观情绪, 在高质量发展监管引导下, 伴随二季度经营复苏, 板块估值将逐步修复。

证券: “自营下滑+高基数效应”, 紧抓优质龙头券商

一季度 37 家上市券商归母净利润 309 亿元, 同比-19%, 预计受市场波动下投资业绩下滑和去年同期高基数效应影响。从各业务条线来看, 自营受市场阶段性冲击明显; 交投活跃度和风险偏好改善驱动经纪、两融利息提升, 资本市场改革红利落地带动投行收入上升, 资管触底回暖、主动管理能力上升。大型券商彰显经营稳健性, 业绩降幅优于中小券商。我们认为受内外部宏观环境影响, 2020 年资本市场仍存较大不确定性, 叠加 2019 年券商业绩高基数影响, 预计 2020 年全年券商业绩将同比下滑。推荐优先受益于改革红利的优质龙头券商中信证券、国泰君安、海通证券。

银行: 对公发力以量补价, 风险指标相对稳健

2020 年 Q1 上市银行保持了较强盈利能力。Q1 上市银行归母净利润同比 +5.5%, 较 2019 年-1.4pct。总资产增速提升, 对公贷款发力。息差小幅下降, 主要原因是生息资产收益率下行。不良率较为稳定但关注率上升, 银行主动计提拨备以增强风险抵御能力。我们预计 2020 年全年银行盈利增速小幅下降, 主要压力点为息差与资产质量。生息资产收益率预计继续收窄, 但负债端有对冲力(同业负债重定价、存款降成本等)。上市银行头部客户的客群特征及政策持续对冲有望使信用风险可控。推荐股份行招商银行、兴业银行、平安银行、光大银行, 以及特色小行常熟银行、成都银行。

保险: 逐步步入复苏轨道, 长期配置机遇显现

一季度上市险企净利润增速分化, 太保、新华、人保归母净利润实现大幅增长, 系投资收益表现各异所致; 寿险业务持续分化, 源于公司差异化经营战略, 其中国寿 NBV 同比增长 8.3%, 表现优于其他上市同业; 财险业务结构不断优化, 综合成本率边际改善; 长端利率下行拖累净投资收益率表现。我们认为一季度的行业低点已过, 二季度在行业引导高质量发展下, 业务稳步推进, 但由于线下展业未完全恢复, 仍受一定压力。我们认为目前上市险企估值已基本反映了对长端利率的悲观情绪, 保险板块估值将逐步修复。个股推荐优秀行业龙头, 中国平安、中国人寿和新华保险。

风险提示: 政策风险、市场波动风险、经济下行超预期、资产质量恶化超预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600036	招商银行	35.09	增持	3.68	4.15	4.79	5.56	9.54	8.46	7.33	6.31
600030	中信证券	23.70	买入	1.01	1.10	1.21	1.32	23.47	21.55	19.59	17.95
601318	中国平安	74.46	买入	8.41	10.31	12.09	13.98	8.85	7.22	6.16	5.33

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

证券：“自营下滑+高基数效应”，紧握优质龙头券商	3
银行：对公发力以量补价，风险指标相对稳健	7
保险：逐步步入复苏轨道，长期配置机遇显现	11
风险提示	16

图表目录

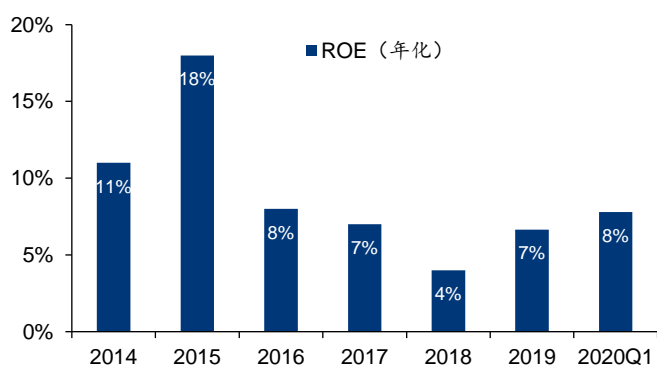
图表 1： 2014-2020 年 Q1 上市券商 ROE	3
图表 2： 2014-2020 年 Q1 上市券商净利润率	3
图表 3： 2012-2020 年 Q1 年六大券商营业收入集中度	3
图表 4： 2012-2020 年 Q1 年六大券商净利润集中度	3
图表 5： 2020 年 Q1 37 家上市券商业务收入结构	4
图表 6： 2014-2020 年 Q1 37 家上市券商营业成本率	6
图表 7： 2019 年、2020Q1 上市银行归母净利润、营业收入、PPOP 同比增速	7
图表 8： 2020 年 Q1 上市银行年化 ROE 均同比下降	7
图表 9： 2020 年 Q1 上市银行年化 ROA 均同比下降	7
图表 10： 2020 年 3 月末上市银行资产规模增速较 2019 年末提升，贷款占比提升	8
图表 11： 2020 年 3 月末对公贷款（含贴现）占比较 2019 年末提升	8
图表 12： 2020 年 3 月末定期存款占比较 2019 年末提升	8
图表 13： 2020 年 Q1 上市银行净息差较 2019 年下行，主要受资产端拖累	9
图表 14： 2020 年 3 月末上市银行不良贷款率及其变化	10
图表 15： 2020 年 3 月末上市银行拨备覆盖率及其变化	10
图表 16： 2020 年 3 月末上市银行关注贷款率及其变化	10
图表 17： 2020Q1 上市银行单季度年化不良生成率及其变化	10
图表 18： 上市险企归母净利润表现	11
图表 19： 上市险企总投资收益率表现	11
图表 20： 上市险企 20Q1 首年保费表现	11
图表 21： 上市险企 20Q1 新业务价值同比增速	11
图表 22： 上市险企财险保费收入表现	12
图表 23： 上市险企财险综合成本率表现	12
图表 24： 上市险企净投资收益率表现	12
图表 25： 2020 年 Q1 上市银行营业指标及其变化	13
图表 26： 2020 年 3 月末上市银行规模和资本指标及其变化	14
图表 27： 2020 年 Q1 上市银行息差拆解相关指标、成本收入比、中间收入占比及其变化	15
图表 28： 2020 年 3 月末资产质量相关指标及其变化	16

证券：“自营下滑+高基数效应”，紧握优质龙头券商

2020 年 Q1 股指先升后降，交投活跃度、风险偏好波动上行，券商经营环境不确定性增强。受新冠疫情冲击，2020 年一季度经济不确定性增强，加大资本市场波动性，2020 年 Q1 沪深主板市场呈现先上升后下行的波动趋势，上证综指-9.8%，深证成指-4.5%，券商指数-11.0%，券商经营环境不确定性增强。逆周期调节政策力度加强，市场流动性充裕，2 月股指、市场交投活跃度和风险偏好波动上行；3 月，受海外市场影响，市场下滑调整，交投活跃度和风险偏好回落。2020 年 Q1 日均股基成交额（单边）9145 亿元，较 2019 年 Q1+47.1%；市场风险偏好改善提升两融规模，季末规模较 2019 年末+4.5%。投行业务中，IPO、债权融资规模显著提升。Q1IPO 规模 786 亿元，同比+208.7%，主要系京沪高铁单笔承销金额较高影响；再融资 2430 亿元，同比-22.5%；债权融资 20819 亿元，同比+45.1%。

“市场波动+高基数效应”导致 2020 年 Q1 业绩同比下滑 19%。2020 年券商自营投资拖累整体业绩，预计主要受市场波动下投资业绩下滑和去年同期高基数效应影响；交投活跃度和风险偏好改善驱动经纪、两融利息提升，资本市场系列改革红利落地投行业务收入上升，资管触底回暖、主动管理能力上升。在此背景下，2020 年 Q1 37 家上市券商归母净利润合计 309 亿元，同比-19%；营收合计 990 亿元，同比+0.2%。上市券商平均净利润率为 31.2%，同比-7.5pct；年化平均 ROE 为 7.8%，同比-2.8pct。

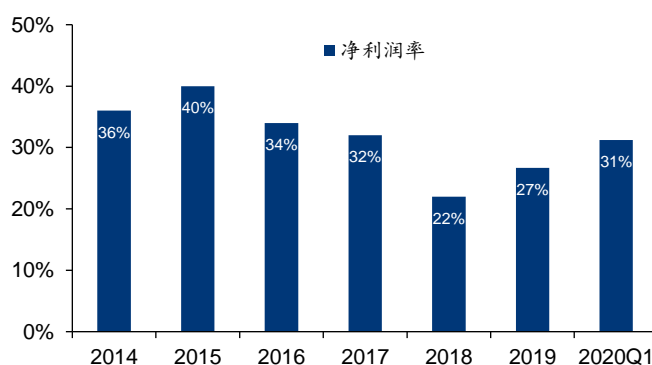
图表1：2014-2020 年 Q1 上市券商 ROE



注：ROE=归母净利润/归母净资产，2020Q1 为年化 ROE

资料来源：Wind，华泰证券研究所

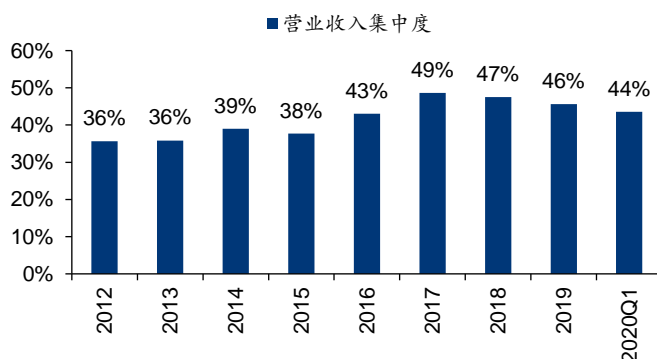
图表2：2014-2020 年 Q1 上市券商净利润率



注：净利润率=归母净利润/营业收入，2020Q1 为年化 ROE

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：2012-2020 年 Q1 年六大券商营业收入集中度

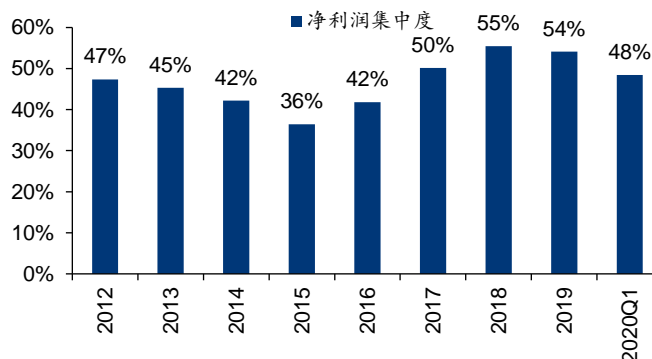


注：六大券商包括中信、国君、海通、华泰、招商、广发；

注：营业收入集中度=六大券商营业收入合计/行业营业收入合计

资料来源：证券业协会，公司公告，华泰证券研究所

图表4：2012-2020 年 Q1 年六大券商净利润集中度



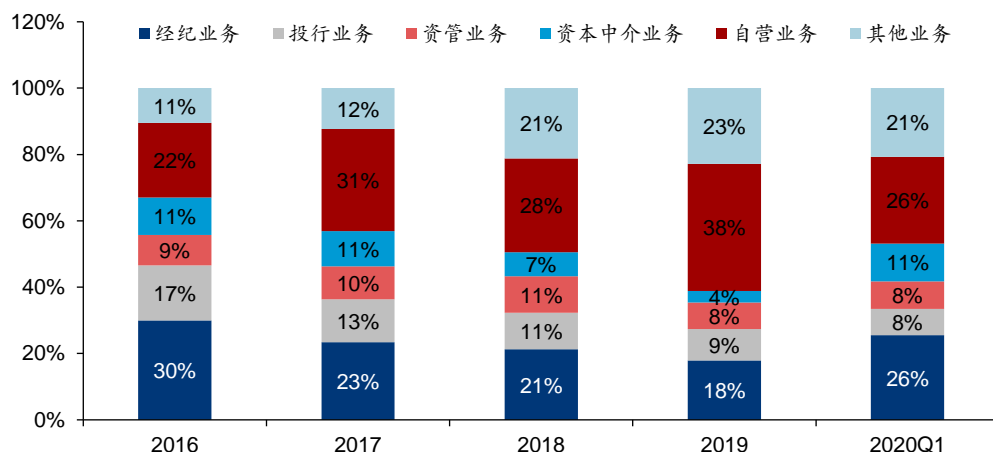
注：六大券商包括中信、国君、海通、华泰、招商、广发；

注：净利润集中度=六大券商净利润合计/行业净利润合计

资料来源：证券业协会，公司公告，华泰证券研究所

从行业内部来看，大型券商彰显经营稳健性，业绩降幅优于中小券商。证券行业贝塔属性较强，受资本市场波动影响较大，2020 年 Q1 市场不确定性增强，券商业绩整体呈现高波动性特征。大型券商经营稳健性缩小业绩降幅，中小券商业绩弹性较大。Q1 大型券商归母净利润同比区间在-39%-31%，中小券商业绩弹性更大，剔除异常值后，归母净利润同比区间在-73%-20%。大型券商自营收入下滑幅度相对中小券商较小，更具盈利和抗风险能力优势；中小券商经纪、信用、投行业务增幅弹性相对较大；资管方面，主动管理能力较强的券商保持领先。2020 年 Q1 行业净利润集中度较年初下降，前六大券商净利润集中度 48%，营业收入集中度 44%。

图表5： 2020 年 Q1 37 家上市券商业务收入结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从业务条线来看，自营收入受市场波动影响大幅下滑、对整体业绩造成一定拖累，经纪、投行、资管、利息助力业绩提振：

1) 自营投资业绩受股市波动拖累，收入下滑 40%，大型券商下滑幅度相对中小券商较小，彰显经营稳健性；未来券商投资战略有望走向差异化。受新冠疫情和国际市场波动影响，2020 年 Q1 沪深主板市场呈先上升后下行的波动趋势，上证综指-9.8%，深证成指-4.5%，券商指数-11.0%，拖累券商自营投资业绩。2020 年一季度 37 家上市券商共实现自营业务收入 259 亿元，同比-40%。2020 年 Q1 大型券商自营业务收入 191 亿元，同比-34%，中小券商自营业务收入 68 亿元，同比-54%；大型券商投资业绩下滑幅度相对中小券商较小，大型券商彰显经营稳健性，更具盈利和抗风险能力优势。考虑到 2020 年 Q1 部分中小券商进行会计准则调整，但未披露调整后可比数据，因此同比变动可能失真，预计剔除会计准则调整影响后的同比降幅或会减少。未来，各家券商自营投资战略走向差异化，部分券商探索由单一性、趋势性投资向多样性、策略性投资转型。

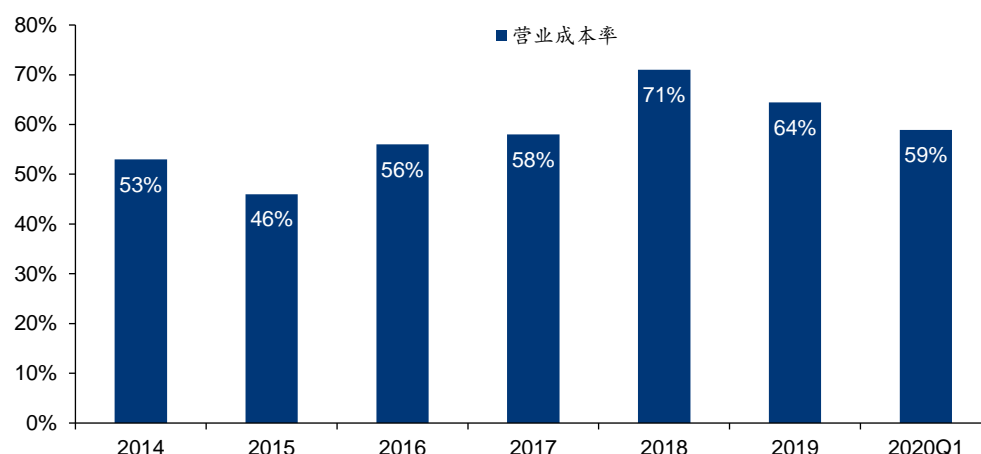
2) 经纪业务受交投活跃度提升驱动收入增长 37%，中小券商增幅弹性较大；未来关注零售端和机构端财富管理转型。逆周期调节政策力度加强，市场流动性充裕，2020 年 Q1 股票市场交投活跃度上行，日均股基成交额（单边）9145 亿元，较 2019 年 Q1+47.1%，带动行业经纪业务收入整体提升。2020 年一季度 37 家上市券商经纪净收入 253 亿元，同比+37%。其中大型券商经纪净收入的同比增幅区间在 25%至 49%，中小券商的同比增幅区间在 7%至 59%，主要归因于部分中小券商经纪业务收入占比较高，在经纪收入上行背景下，享受更高业绩弹性。未来，行业经纪业务平均佣金率持续下滑空间有限，对业绩影响效应减弱，经纪业务表现发展更需关注零售端和机构端转型进程。在零售客户端，目前多家券商正积极推动财富管理转型，发力产品代销和资产配置等增值服务，同时加大与融资融券等业务联动，未来将在服务模式、金融科技和渠道策略等多维度提升服务附加值和用户体验，构筑差异化优势；在机构客户端，券商把握市场机构化趋势加快业务布局，抢占公募、私募、保险资管、境外机构投资者等客户份额，提供主经纪商、资产托管、研究和 OTC 产品等综合金融服务。

3) 利息净收入+23%，市场风险偏好上行驱动两融规模提升，股票质押持续收缩；预计未来券商将稳健发展两融业务，同时持续优化股票质押流程统筹。2020 年 Q1 市场风险偏好上行驱动两融规模提升，季末沪深两融余额较 2019 年末+4.5%。在风险出清背景下股票质押规模持续下滑，全市场股票质押股数较年初-3.5%。截至 2020 年 3 月末，35 家可比口径上市券商（剔除未披露 2019 年 Q1 融出资金和买入返售金融资产的中银、红塔）融出资金同比+13%，买入返售金融资产余额同比-23%；其中，**大型券商**融出资金同比+11%，**中小券商**融出资金同比+20%，中小券商融出资金基数较小导致其增幅较大。2020 年一季度 37 家券商实现利息净收入 113 亿元，占营业收入比例 11%，同比+23%。考虑到 2020 年 Q1 部分中小券商进行会计准则调整，但未披露调整后可比数据，因此同比变动可能失真，预计剔除会计准则调整影响后的同比增幅或会减少。未来券商将积极捕捉交投情绪逐步回暖、交易结构持续改善、交易机制完善以及标的扩容等信号，稳健发展两融业务。股票质押业务经历前期风险集聚升级和政策纾解后，券商对新增股票质押业务仍持谨慎态度，预计未来将持续优化准入标准和加强全流程统筹。

4) 投行净收入+16%，IPO、债券融资维持高位助力投行业绩提振，优质大型券商相对稳健，中小券商增长弹性凸显；未来大型券商将打造大投行生态圈，中小券商或将探索差异化精品券商之路。2020 年 Q1 全行业 IPO、债权融资规模显著提升，助力投行业绩上行。Q1 IPO 募资规模 786 亿元，同比+209%，主要系京沪高铁单笔承销金额较高影响；再融资 2430 亿元，同比-23%；债权融资 20819 亿元，同比+45%。2020 年一季度 37 家上市券商投行净收入 79 亿元，同比+16%。其中，**大型券商**投行净收入 52 亿元，同比+9%，增幅区间在-22%至 56%之间；**中小券商**投行净收入 26 亿元，同比+34%，增幅区间在-52%至 263%之间，优质大型券商业绩相对稳健，而中小券商增长弹性凸显，预计主要受债券融资表现支持。2020 年，创业板注册制改革、再融资新规正式落地等改革红利为投行业务开辟显著增量，注册制全面推行有望开启投行高阶转型征程，未来投资银行将继续构筑资源整合力，全方位夯实资本、定价、销售、协同、风控、科技等综合能力。大型投行或将打造全生命周期、全产业链的大投行生态圈，延长业务链条、拓展服务周期，为客户提供全面综合的金融服务解决方案；中小券商或将探索专业、特色的精品券商之路，在产品、客户、区域和渠道方面构筑独树一帜的特色，开辟与大型券商差异化的发展路径。

5) 资管净收入增长 26%，大中小型券商上升趋势一致，主动管理能力较强的券商保持领先。2020 年第一季度 35 家上市券商资管净收入 82 亿元，同比+26%，延续 2019 年触底回升的良好态势，收入实现盈利上升，预计受券商主动管理能力提升影响。大中小型券商资管业绩上升趋势基本一致，**大型券商**资管净收入 65 亿元，同比+26%，**中小券商**资管净收入 17 亿元，同比+26%。未来，资管业务在仍持续深化向主动管理等内涵式增长方向转型，通过培养主动管理能力、探索业务创新模式等打造差异化优势，有望提升资管规模及管理费率，利好行业长期健康发展。预计综合实力突出、风控合理、主动管理能力优秀、产品创设能力强的大型券商将更具率先发展优势。

从成本费用来看，2020 年 Q1 总成本率上升，自营拖累营业收入，减值损失计提增长，管理费用显著改善；未来券商股票质押业务发展将以妥善控制风险为前提。2020 年 Q1 37 家上市券商营业支出合计 583 亿元，同比+21%，总成本率为 58.9%，较 2019 年 Q1+10.3pct，总成本率上升主要源自营业收入大幅下滑，营业收入增幅不及营业支出增幅。营业支出中，管理费占比 66%，较 2019 年 Q1 占比-17pct。证券市场回暖带动券商信用业务资产质量有所改善，2020 年 Q1 37 家券商减值损失为 41 亿元，较 2019 年 Q1 增长 445%，占营业支出比例为 7%。减值损失增幅较大的主要因素有二：一是部分券商计提大额融资类减值损失形成一定拖累，如中信证券、海通证券信用/资产减值损失分别为 13 亿元、7 亿元，同比+10.2%、+9.9%；二是 2019 年 Q1 券商将此前计提的减值合计转回 12 亿元，导致基数较小。未来券商必须夯实差异化风险定价能力、多层次贷后风险管理能力、大数据及科技赋能三大风险控制能力。大型券商可以探索利用全产业链协同构建业务良性生态，中小券商可探索凭借优势业务和区域优势完善业务，在稳妥有效控制风险的前提下稳步发展业务。

图表6： 2014-2020 年 Q1 37 家上市券商营业成本率

注：营业成本率=营业支出/营业收入

资料来源：Wind，华泰证券研究所

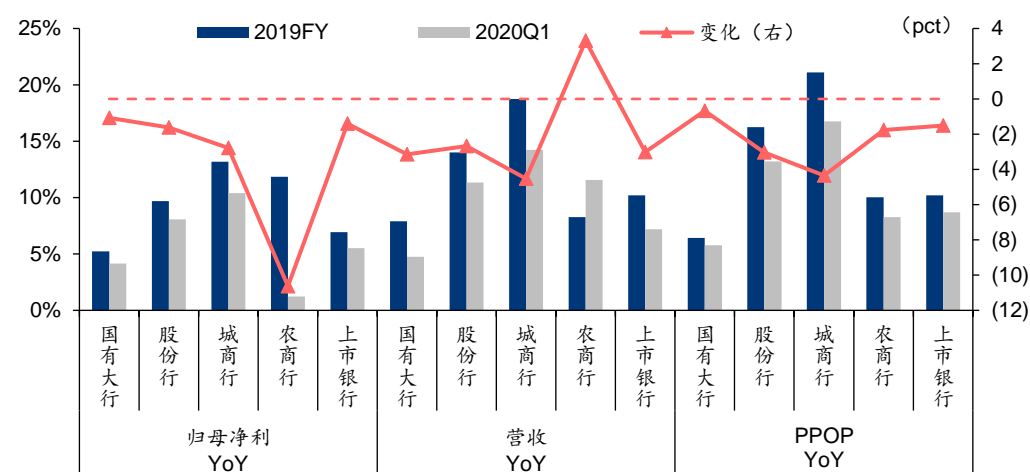
我们预计 2020 年证券行业经营业绩将同比下滑，把握优质龙头券商配置机遇。当前资本市场受内外部因素影响，全年表现仍存较高不确定性。叠加 2019 年行业业绩处于高位，在高基数效应下，因此我们认为 2020 年证券行业业绩或将同比下滑。从中长期视角看，国家将更加坚定走高质量发展之路，需要资本市场为新经济产业提供直接融资支持，资本市场改革或有望持续甚至加速推进。未来，监管将以注册制改革为抓手，深化多层次资本市场体制改革，解决中小企业和创新企业融资问题。监管围绕创业板注册制、再融资、并购重组、债券融资、新三板优化已全面落实制度改革。券商作为资本市场重要建设者和受益者，有望优先受益于改革红利。行业已全面对外开放，外资券商加速入场，呼唤优质头部券商引领高阶竞争，未来行业马太效应将加剧。推荐优质龙头券商中信证券、国泰君安、海通证券。

银行：对公发力以量补价，风险指标相对稳健

上市银行一季报整体稳健，利于助银行板块悲观预期的修复。我们将 36 家上市银行分为大行（6 家）、股份行（9 家）、城商行（13 家）和农商行（8 家）四个子板块，对上市银行一季报业绩进行解析。受疫情影响，上市银行一季报营收和净利润同比增速大多降低，但部分银行的以量补价策略（大力投放对公贷款）使得营收增速基本稳定，甚至有所提升（如招行、平安、宁波等）。得益于同业利率下行、存款成本压力缓和，部分银行息差亦取得较好表现（如兴业等）。多数银行资产质量表现稳健，多数银行不良率持平或下降，银行主动增提拨备以增强风险抵御能力。个股继续看好股份行招商银行、兴业银行、平安银行、光大银行，特色小行常熟银行、成都银行。

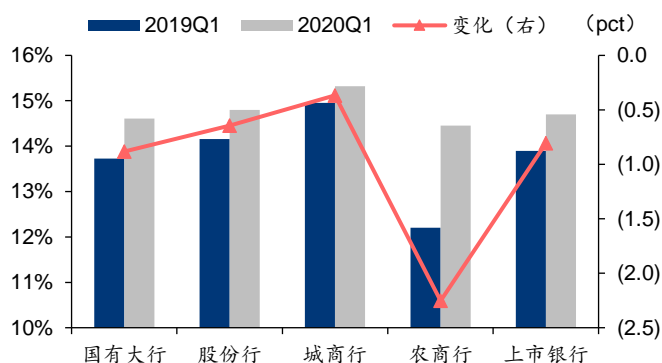
盈利指标受疫情冲击而走低，但整体较为稳健。受疫情影响，2020 年一季度上市银行归母净利润、营业收入分别同比+5.5%、+7.2%，较 2019 年-1.4pct、-3.0pct。营收增速下行主要受到息差拖累，银行主动让利于实体经济但部分银行以量补价使营收增速较为稳定，甚至有所提升（如招商银行、平安银行和宁波银行等）。利润增速下行的原因除营收增速降低外，还有增加拨备。分银行类型来看，大行和股份行归母净利润增速较 2019 年下降幅度较小，农商行净利润增速大幅下滑主要为个例影响。2020 年 Q1 上市银行年化 ROE、ROA 分别同比-81bp、-6bp，各类银行均同比下降。

图表7： 2019 年、2020Q1 上市银行归母净利润、营业收入、PPOP 同比增速



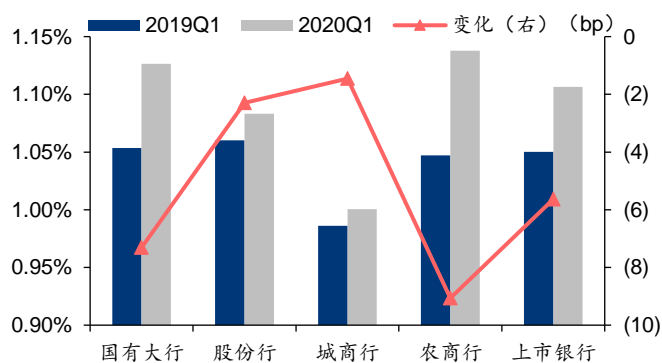
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表8： 2020 年 Q1 上市银行年化 ROE 均同比下降



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表9： 2020 年 Q1 上市银行年化 ROA 均同比下降

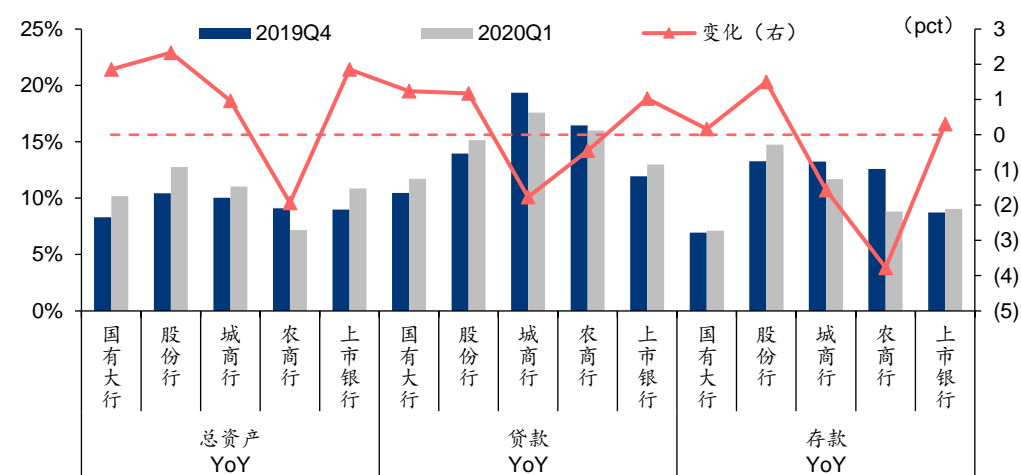


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

资产投放力度加大，尤其是对公贷款。2020 年 3 月末上市银行总资产、贷款、存款分别同比+10.8%、+13.0%、+9.0%，较 2019 年末+1.9pct、+1.0pct、+0.3pct。资产加速扩张，分银行类型来看，大行和股份行增速提升更快，主要由于其大型对公客户基础更好、资本也更充裕，疫情期间加大了支持实体经济的力度。而城商行和农商行着重服务中小微企业等，疫情期间融资需求下降，拖累了贷款增速。

新增贷款以对公贷款为主，因疫情导致零售贷款需求减弱。大行和股份行对公贷款（含贴现）占比较 19 年末提升幅度均超过 1pct。贷款投向倾向于对公加快了资本消耗。2020 年 3 月末，上市银行资本充足率季度环比-19bp 至 15.12%，大行和股份行由于规模扩张较快，资本充足率降幅更大，分别较 19 年末-17bp、-26bp。存款增速整体保持稳定，线上渠道发展较快的股份行表现较为出色。存款结构方面定期化趋势较为明显。3 月末上市银行定期存款占比较 2019 年末提升 1.3pct，其中城商行提升幅度最高（达到 2.8pct）。

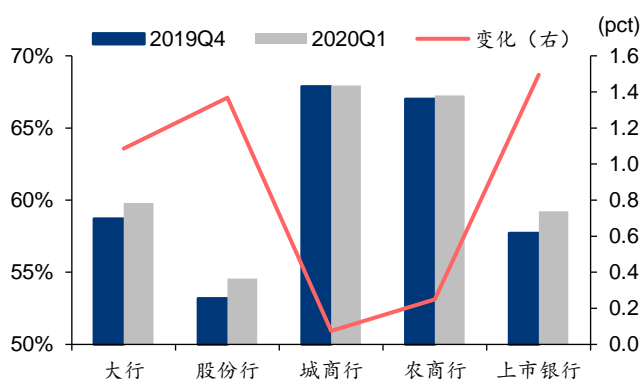
图表10：2020 年 3 月末上市银行资产规模增速较 2019 年末提升，贷款占比提升



注：红色虚线为右轴（变化）的 0，用来区分正负

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

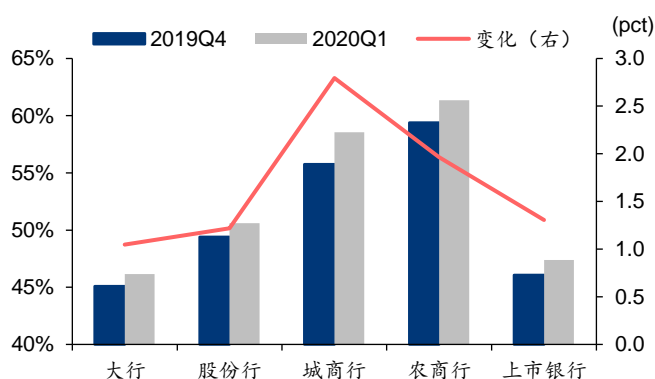
图表11：2020 年 3 月末对公贷款（含贴现）占比较 2019 年末提升



注：样本为 5 家大行，5 家股份行，11 家城商行和 7 家农商行

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表12：2020 年 3 月末定期存款占比较 2019 年末提升

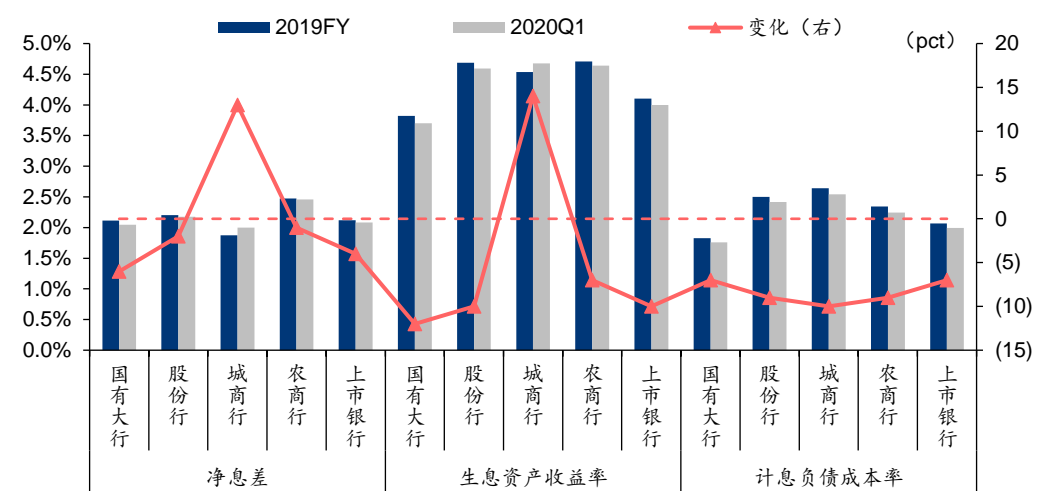


注：样本为 4 家大行，3 家股份行，4 家城商行和 6 家农商行

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

净息差受资产端拖累略有下滑，但经负债端对冲后降幅不大。由于部分银行未披露 2020 年 Q1 的净息差，我们对这部分银行使用首尾及分位点平均法计算平均生息资产，并以此测算净息差。2020 年 Q1 上市银行净息差较 2019 年下降 4bp，其中生息资产收益率较 2019 年全年下降 10bp，主要由于贷款端的让利。计息负债成本率改善明显，主要原因包括：2020 年 1-4 月同业负债利率快速下行接近 100bp，带动同业负债占比较高的中小行负债成本显著下降；此外部分银行增配同业负债，替换高定价存款（如结构性存款、大额存单等），通过优化负债端结构改善负债端成本；在市场利率下行、高息产品监管的背景下，存款成本压力也显著减轻。资产端与负债端的对冲使得息差下降幅度有限。

图表13： 2020 年 Q1 上市银行净息差较 2019 年下行，主要受资产端拖累



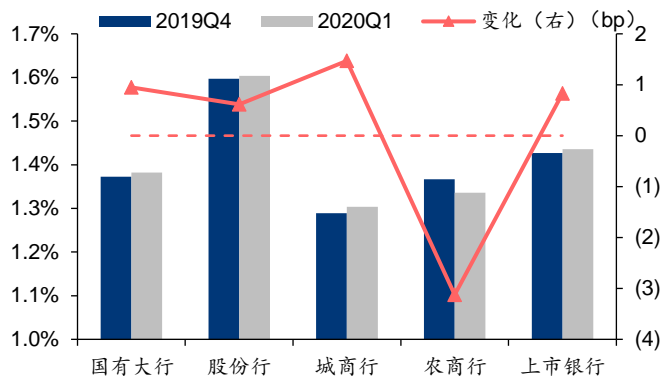
注：息差、生息资产收益率、计息负债成本率均使用首尾及分位点平均法计算

注 2：红色虚线为右轴（变化）的 0，用来区分正负

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

资产质量稳健，主动计提拨备以抵御风险。2020 年 3 月末上市银行不良贷款率、拨备覆盖率分别为 1.44%、224%，较 2019 年末+1bp、+3pct。资产质量整体稳健，36 家上市银行中仅有 10 家银行不良贷款率季度环比上升。但需注意，不良贷款生成有滞后性（Q1 上市银行单季度年化不良贷款生成率较 2019 年 Q4 下降 0.40pct），隐性风险指标有一定上升。根据一季报披露关注贷款率的 24 家银行的数据，3 月末上市银行关注贷款率较 2019 年末+11bp。上市银行大多风险审慎以应对未来的潜在风险冲击，多数银行已主动计提拨备，3 月末股份行、城商行和农商行拨备覆盖率均较 2019 年末提升约 10pct，风险抵御能力显著增强。

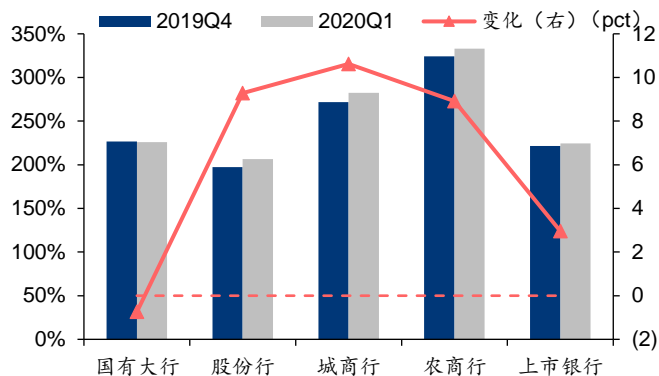
图表 14: 2020 年 3 月末上市银行不良贷款率及其变化



注: 红色虚线为右轴 (变化) 的 0, 用来区分正负

资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

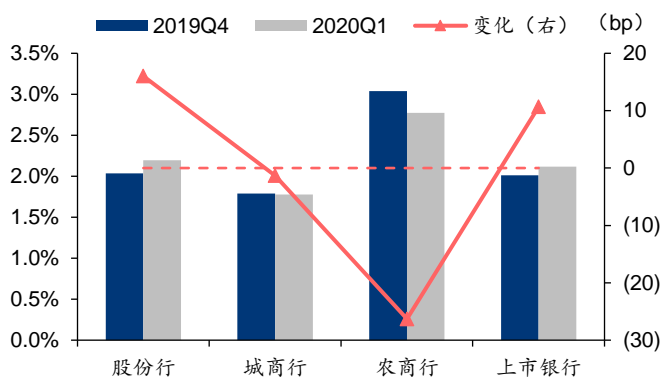
图表 15: 2020 年 3 月末上市银行拨备覆盖率及其变化



注: 红色虚线为右轴 (变化) 的 0, 用来区分正负

资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表 16: 2020 年 3 月末上市银行关注贷款率及其变化

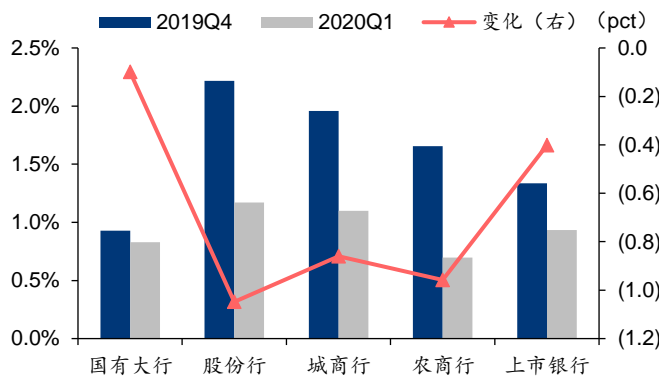


注 1: 样本为 5 家股份行、12 家城商行和 7 家农商行

注 2: 红色虚线为右轴 (变化) 的 0, 用来区分正负

资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表 17: 2020Q1 上市银行单季度年化不良生成率及其变化



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

我们预计 2020 年全年银行盈利增速小幅下降, 息差与不良压力可控, 把握战略配置价值。

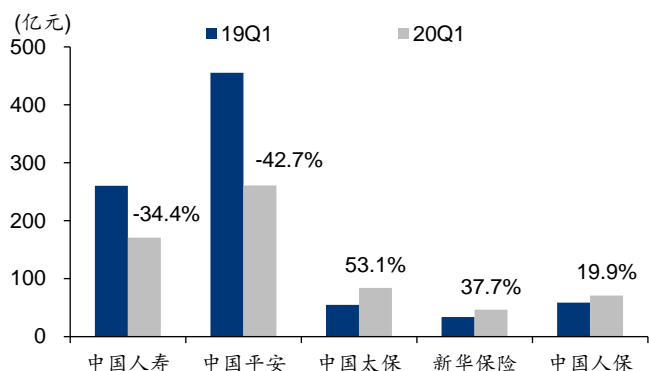
新冠疫情为中国及全球宏观经济带来的不确定性, 对实体经济带来的压力有望使银行净利润增速放缓。但银行保持必要的利润增速和资本内生能力, 是其提升服务实体经济质效的前提条件。银行后续经营的主要不利因素为息差和资产质量。2020 年 LPR 的下行、对实体经济更大的让利有望导致息差收窄; 但银行负债端的对冲也有较强动力 (因 3 月同业利率下行幅度较大, 同业负债的重定价将在 2~3 季度集中体现; 存款基准利率可能迎来调整)。

不良贷款生成有滞后性, 2~3 季度或形成峰值, 但上市银行的客群特征 (头部客户较多)、政策持续对冲有望使得资产质量压力可控。4 月 17 日中央政治局会议提出要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响, 政策空间依旧较大。截至 4 月 30 日, 银行板块 2020 年 Wind 一致预测 PB 估值仅有 0.72 倍, 我们认为当前银行板块具有战略配置价值。推荐股份行招商银行、兴业银行、平安银行、光大银行, 以及特色小行常熟银行、成都银行。

保险：逐步步入复苏轨道，长期配置机遇显现

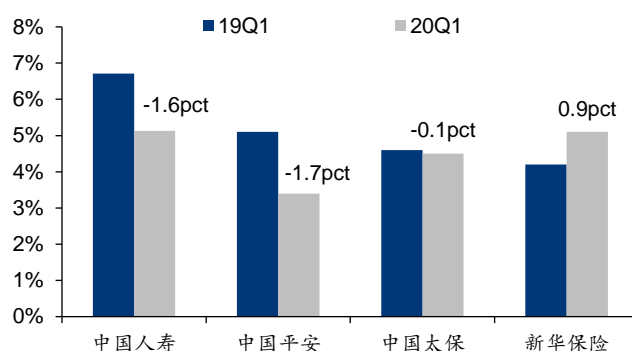
利润增速分化，系投资收益表现各异所致。上市险企 2020 年一季度归母净利润增速显著分化，其中中国人寿、中国平安分别同比下滑 34.4%、42.7%，而中国太保、新华保险、中国人保分别同比增长 53.1%、37.7%、19.9%。我们认为主要受投资策略差异导致的投资表现分化所致，国寿、平安年化总投资收益率分别同比下降 1.6pct、1.7pct，太保保持稳定，略降 0.1pct，新华把握阶段性投资机会，同比提升 0.9pct，是净利润的有力推动因素。

图表18：上市险企归母净利润表现



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

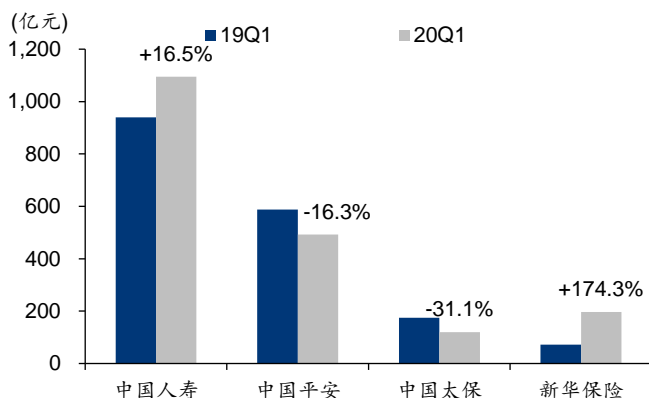
图表19：上市险企总投资收益率表现



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

寿险业务持续分化，源于险企差异化经营战略。国寿持续推进鼎新工程，队伍质态不断提升，20Q1 新单保费同比增长 16.5%，同时实现 NBV 同比增长 8.3%，增长亮眼；新华银保渠道有所回暖，趸交期交并进，产品多元化布局，有力推动 20Q1 新单同比增长 174.3%；平安与太保持续深化转型，20Q1 新单保费分别同比下滑 16.3%、31.1%。此外，平安一季度 NBV 同比下滑 24%，Margin 同比下降 3.4pct，系公司一季度推出简易的短期保障型产品，以促进线上销售和积累潜在客户，Margin 较长期保障型产品略低，因而整体 Margin 有所承压。

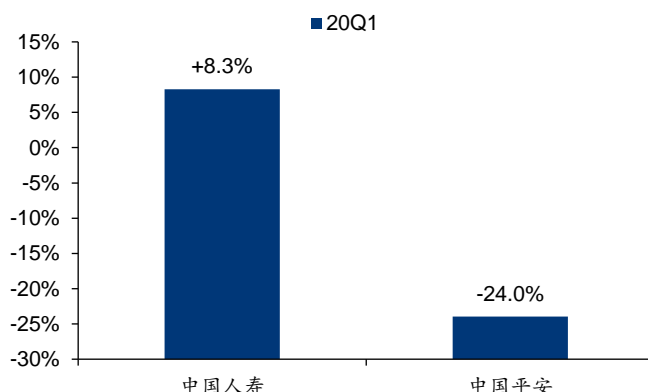
图表20：上市险企 20Q1 首年保费表现



注：新华口径为长险新单，太保为代理人新单，平安为用于计算 NBV 的首年保费。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

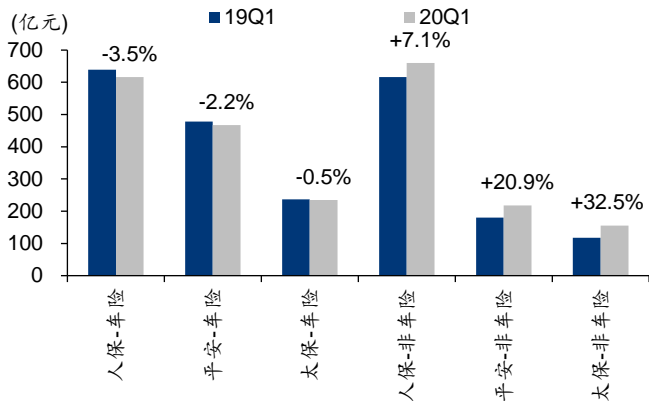
图表21：上市险企 20Q1 新业务价值同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

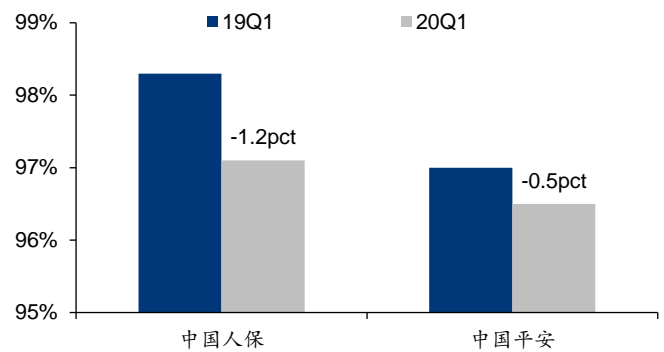
财险业务结构不断优化，综合成本率边际改善。受一季度新车销售低迷影响，上市险企车险业务有所承压。人保、平安、太保 20Q1 车险保费收入分别同比下滑 3.5%、2.2%、0.5%。而非车险业务增长相对强劲，三家公司分别同比增长 7.1%、20.9%、32.5%。其中，受益于居民风险保障意识的提升，意外与健康险增长迅速，人保、平安 20Q1 分别同比增长 23.1%、19.6%。从盈利能力看，人保、平安财险 COR 分别同比下降 1.2pct、0.5pct，系商车费改的持续推进使费用率边际改善，叠加疫情影响下社会活动降低使车险等险种赔付率有所下降。

图表22: 上市险企财险保费收入表现



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

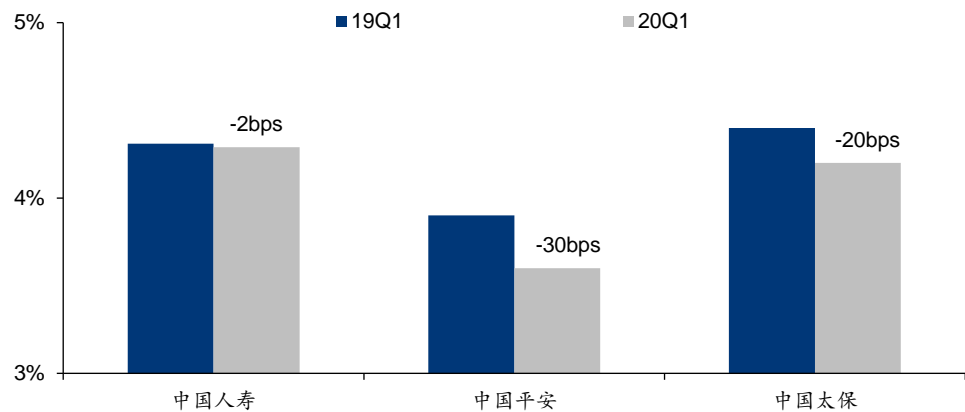
图表23: 上市险企财险综合成本率表现



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

长端利率下行拖累净投资收益率表现。受一季度长端利率下行影响, 上市险企国寿、平安、太保年化净投资收益率有所承压, 分别同比下滑 2bps、30bps、20bps。各大险企在利率高位积极配置资产, 包括 30 年期国债和地方政府债, 以保持净投资收益率的基本稳定。其中, 国寿一季度的债券配置主要集中在 1 月份的相对利率高点, 同时加大了协议存款等绝对收益较高的投资品种, 因此净投资收益率更为稳定。

图表24: 上市险企净投资收益率表现



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

我们预计 2020 年全年保险业经营业绩相对稳定, 战略配置机遇显现。我们认为一季度的行业低点已过, 伴随疫情的逐步控制, 复工复产的有序推进, 业务经营逐渐回归正轨。同时, 宏观环境的变化使得部分职业的稳定性及收入预期下滑, 代理人市场供给有望提升, 增员环境有所宽松。叠加居民风险保障意识增强, 增长空间广阔。另一方面, 在监管自上而下的推动下, 行业持续回归保障, 险企渠道转型有望提升队伍质态, 实现量价齐升。因此我们认为保险业 2020 年将迎来高质量发展周期, 但仍需关注线下展业节奏的边际改善。从投资端看, 上市险企择机在利率高点加大债券配置力度, 同时拉长资产久期。另一方面, 目前权益市场处于估值低位, 优质的高股息资产或成为险企投资收益率的有力支撑。我们认为, 目前上市险企的估值已基本反映了对长端利率的悲观情绪, 在高质量发展的监管引导下, 伴随二季度后经营复苏, 保险板块估值将逐步修复, 个股推荐优秀行业龙头, 中国平安、中国人寿和新华保险。

附录：银行经营指标

图表25： 2020 年 Q1 上市银行营业指标及其变化

银行	归母净利润 YoY	较 19 年 (pct)	营收 YoY	较 19 年 (pct)	PPOP YoY	较 19 年 (pct)	年化 ROE	同比 (pct)	年化 ROA	同比 (pct)
工行	3.0%	-1.9	-3.6%	-14.1	3.1%	-3.8	13.44%	-0.9	1.09%	-0.07
建行	5.1%	0.4	11.9%	4.8	5.9%	-0.7	15.09%	-0.81	1.23%	-0.08
农行	4.8%	0.2	7.9%	3.1	8.1%	3.4	14.25%	-0.71	1.01%	-0.07
中行	3.2%	-0.9	5.0%	-3.9	8.1%	0.8	12.11%	-0.92	0.96%	-0.06
交行	1.8%	-3.2	4.7%	-4.6	3.0%	-4.8	11.84%	-1.16	0.85%	-0.04
邮储	8.5%	-8.0	5.5%	-0.6	6.6%	1.0	15.77%	-1.23	0.77%	0.01
招行	10.1%	-5.2	11.4%	2.9	11.3%	4.9	18.76%	-0.69	1.47%	-0.03
兴业	6.8%	-1.9	5.5%	-9.0	5.3%	-10.4	16.92%	-0.72	1.16%	-0.02
浦发	5.5%	0.1	10.7%	-0.9	18.3%	3.4	13.12%	-0.76	0.98%	-0.06
中信	9.4%	1.5	8.6%	-5.1	12.2%	-6.3	12.86%	-0.26	0.85%	-0.03
民生	5.4%	-1.5	12.5%	-2.6	16.2%	-4.8	14.53%	-0.56	0.99%	-0.06
光大	11.3%	0.3	10.2%	-10.2	12.0%	-10.9	12.33%	-0.79	0.87%	-0.01
平安	14.8%	1.2	16.8%	-1.4	18.8%	0.5	11.08%	-0.56	0.85%	-0.01
华夏	5.1%	0.1	20.9%	3.6	13.0%	-7.8	7.60%	-0.28	0.64%	-0.04
浙商	2.1%	-10.4	15.9%	-3.2	19.3%	-5.4	15.14%	-1.98	1.02%	-0.05
北京	5.3%	-1.9	5.1%	-8.7	10.1%	-6.8	13.80%	-0.56	0.97%	-0.01
上海	4.3%	-8.2	0.5%	-12.9	0.0%	-14.4	13.13%	-0.85	0.93%	-0.06
江苏	12.8%	1.0	17.8%	-9.9	19.6%	-13.7	14.75%	0.09	0.82%	0.04
南京	13.0%	0.5	15.4%	-2.9	17.2%	-2.8	19.00%	0.00	1.07%	0.02
宁波	18.1%	-4.5	33.7%	12.4	32.8%	11.5	18.12%	-1.52	1.17%	-0.04
杭州	19.3%	-2.7	25.4%	-0.2	28.1%	0.6	16.04%	1.12	0.84%	0.06
长沙	12.0%	-1.4	13.1%	-9.0	19.5%	-9.2	17.32%	-0.16	1.02%	0.01
贵阳	15.5%	2.6	17.4%	1.4	24.2%	7.6	17.28%	-0.20	1.11%	0.08
成都	11.6%	-7.8	14.1%	4.3	16.5%	8.1	15.56%	-0.36	1.00%	-0.01
郑州	4.6%	-2.8	30.4%	9.5	53.3%	29.9	13.94%	-0.32	0.87%	-0.03
青岛	9.4%	-3.5	37.6%	7.2	44.6%	11.9	9.86%	0.09	0.60%	-0.05
苏州	10.1%	-0.2	7.2%	-14.6	9.3%	-24.8	11.00%	-1.16	0.91%	0.00
西安	10.1%	-3.2	3.6%	-11.0	7.2%	-10.9	12.84%	-0.64	1.10%	-0.03
渝农	-6.9%	-14.6	4.5%	2.6	-6.6%	-11.4	13.77%	-4.59	1.21%	-0.17
青农	12.2%	-4.5	33.3%	16.3	44.7%	27.5	13.71%	-1.12	0.99%	-0.02
紫金	10.7%	-2.3	10.3%	-0.2	17.9%	1.0	9.24%	0.04	0.63%	0.06
常熟	14.1%	-6.1	10.4%	-0.3	7.7%	0.1	11.80%	-1.60	1.17%	0.03
无锡	12.8%	-1.3	31.0%	20.1	36.2%	26.0	11.52%	0.32	0.83%	0.05
苏农	11.0%	-2.9	6.0%	-5.7	10.9%	-0.3	8.32%	-0.68	0.76%	0.01
江阴	8.4%	-9.8	-3.4%	-10.2	-4.6%	-12.0	7.08%	-0.20	0.65%	-0.01
张家港	12.5%	-1.8	18.7%	-9.8	26.6%	-10.2	10.76%	0.60	0.94%	0.06
大行	4.2%	-1.1	4.7%	-3.1	5.8%	-0.7	13.73%	-0.88	1.05%	-0.07
股份行	8.1%	-1.6	11.3%	-2.7	13.2%	-3.0	14.16%	-0.65	1.06%	-0.02
城商行	10.4%	-2.8	14.2%	-4.5	16.8%	-4.3	14.95%	-0.37	0.99%	-0.01
农商行	1.2%	-10.6	11.6%	3.3	8.3%	-1.8	12.20%	-2.25	1.05%	-0.09
上市银行	5.5%	-1.4	7.2%	-3.0	8.7%	-1.5	13.89%	-0.81	1.05%	-0.06

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表26： 2020 年 3 月末上市银行规模和资本指标及其变化

银行	总资产 YoY	较 19 年末 (pct)	贷款 YoY	较 19 年末 (pct)	存款 YoY	较 19 年末 (pct)	资本充足率	较 19 年末 (pct)	核心一级资本充 足率	较 19 年末 (pct)
工行	9.7%	1.0	9.9%	1.2	7.3%	0.0	16.52%	-0.25	13.15%	-0.05
建行	12.1%	2.5	12.4%	3.3	9.2%	1.8	17.22%	-0.30	13.75%	-0.13
农行	10.9%	0.8	11.6%	-0.2	5.9%	-1.0	16.10%	-0.03	11.34%	0.10
中行	11.1%	4.1	12.6%	2.3	7.3%	1.0	15.34%	-0.25	11.24%	-0.06
交行	6.8%	2.9	9.9%	0.6	4.3%	-0.6	14.16%	-0.67	10.83%	-0.39
邮储	6.5%	-0.9	15.6%	-0.7	6.8%	-1.2	14.57%	1.05	9.64%	-0.26
招行	14.3%	4.3	14.7%	0.5	16.6%	6.5	15.52%	-0.02	11.94%	-0.01
兴业	10.7%	4.2	16.9%	-0.4	14.0%	-0.9	13.27%	-0.09	9.52%	0.05
浦发	11.5%	0.1	12.6%	0.7	10.2%	-2.4	13.72%	-0.14	10.16%	-0.10
中信	12.7%	1.4	11.5%	0.7	12.9%	1.3	12.67%	0.23	8.92%	0.23
民生	12.3%	0.9	17.7%	3.6	13.9%	0.1	13.10%	-0.07	8.96%	0.07
光大	15.7%	7.1	15.4%	3.3	24.2%	6.9	13.10%	-0.37	9.05%	-0.15
平安	17.1%	1.8	19.1%	2.8	12.2%	-2.3	14.27%	1.05	9.20%	0.09
华夏	11.3%	-1.4	14.0%	-2.1	8.6%	-3.3	13.88%	-0.01	9.16%	-0.09
浙商	7.4%	-1.9	19.7%	2.5	24.3%	6.9	14.35%	0.11	9.85%	0.21
北京	5.7%	-0.7	11.6%	-3.0	5.1%	-6.4	12.44%	0.16	9.45%	0.23
上海	10.9%	0.6	11.9%	-2.4	12.9%	-2.6	13.82%	-0.02	9.76%	0.10
江苏	9.6%	2.3	17.8%	0.8	12.0%	1.7	12.65%	-0.24	8.51%	-0.08
南京	12.4%	4.4	21.8%	3.4	9.9%	-2.2	12.72%	-0.31	8.78%	-0.09
宁波	23.9%	5.9	31.6%	8.3	24.3%	3.8	15.20%	-0.37	9.60%	-0.02
杭州	11.3%	0.1	15.2%	-2.9	16.5%	0.1	14.39%	0.85	8.12%	0.04
长沙	8.4%	-5.9	26.8%	-0.5	6.6%	-8.3	13.24%	-0.01	9.26%	0.10
贵阳	7.3%	-4.1	14.3%	-5.8	3.9%	-4.1	13.69%	0.08	9.59%	0.20
成都	12.6%	-0.8	23.6%	-0.7	12.9%	3.1	14.94%	-0.75	9.72%	-0.41
郑州	9.3%	1.9	20.8%	-2.0	9.6%	0.5	11.98%	-0.13	7.95%	-0.03
青岛	18.9%	1.3	38.6%	1.9	24.2%	3.1	13.83%	-0.93	8.32%	-0.04
苏州	13.4%	3.0	13.4%	-0.1	12.0%	-3.2	13.85%	-0.51	10.89%	-0.41
西安	11.5%	-2.8	15.2%	-0.1	10.5%	-0.3	15.05%	0.20	12.84%	0.22
渝农	6.1%	-2.3	12.5%	3.4	5.5%	-3.8	15.13%	0.25	12.69%	0.27
青农	13.4%	-2.8	27.1%	-3.3	11.7%	-1.9	12.05%	-0.21	10.31%	-0.17
紫金	-1.9%	-6.1	9.8%	-7.2	10.0%	-6.4	15.15%	0.37	11.43%	0.36
常熟	13.8%	2.9	24.4%	6.0	14.0%	-8.1	14.63%	-0.47	12.08%	-0.36
无锡	6.5%	1.6	13.6%	0.9	9.2%	-4.2	15.11%	-0.74	9.97%	-0.23
苏农	10.1%	2.2	13.6%	-1.2	12.4%	-3.5	14.16%	-0.51	11.75%	-0.42
江阴	8.8%	-1.2	13.1%	1.7	12.3%	-0.1	15.25%	-0.04	14.11%	-0.05
张家港	2.5%	-5.9	16.7%	-2.0	10.9%	-5.9	15.40%	0.30	11.35%	0.33
大行	10.2%	1.9	11.7%	1.2	7.1%	0.2	16.02%	-0.17	12.10%	-0.08
股份行	12.8%	2.3	15.1%	1.2	14.8%	1.5	13.67%	-0.26	9.68%	-0.17
城商行	11.0%	1.0	17.6%	-1.8	11.7%	-1.6	13.40%	-0.07	9.25%	0.03
农商行	7.2%	-1.9	16.0%	-0.5	8.8%	-3.8	14.58%	-0.01	11.92%	0.05
上市银行	10.8%	1.9	13.0%	1.0	9.0%	0.3	15.12%	-0.19	11.18%	-0.10

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表27： 2020 年 Q1 上市银行息差拆解相关指标、成本收入比、中间收入占比及其变化

银行	净息差	较 19 年 (bp)	生息资产收益率	较 19 年 (bp)	计息负债成本率	较 19 年 (bp)	成本收入比	同比 (pct)	中间收入占比	同比 (pct)
工行	2.12%	-12	3.64%	-19	1.62%	-8	16.6%	0.2	20.8%	1.2
建行	2.14%	-7	3.73%	-9	1.73%	-2	20.1%	-1.1	21.7%	-1.3
农行	2.15%	-1	3.71%	-10	1.66%	-9	22.7%	-0.4	16.7%	-0.2
中行	1.76%	-5	3.48%	-11	1.82%	-7	23.9%	-1.1	18.8%	-0.5
交行	1.56%	-4	3.99%	-8	2.65%	-3	28.5%	0.2	19.4%	0.0
邮储	2.46%	-4	3.97%	-15	1.53%	-7	52.0%	-0.6	6.9%	-0.3
招行	2.56%	-3	4.50%	-2	1.88%	-2	25.6%	-0.3	28.8%	0.9
兴业	1.70%	1	4.34%	-8	2.52%	-13	19.4%	0.0	28.7%	5.0
浦发	2.04%	-13	4.44%	-31	2.37%	-20	18.9%	-5.5	25.3%	1.4
中信	2.01%	-13	4.46%	-6	2.48%	5	22.1%	-3.1	24.3%	-4.0
民生	1.82%	6	4.52%	2	2.65%	-6	18.9%	-2.4	29.3%	-2.4
光大	2.40%	-5	4.84%	-21	2.47%	-16	24.5%	-1.1	19.7%	-0.9
平安	2.60%	-2	5.03%	-14	2.54%	-10	27.9%	-1.7	25.5%	-3.9
华夏	2.37%	13	4.59%	-8	2.32%	-17	23.1%	1.4	17.1%	-13.7
浙商	2.29%	5	5.19%	-7	2.84%	-9	25.8%	-2.2	10.8%	4.9
北京	2.00%	2	4.43%	0	2.48%	-8	15.1%	-3.8	14.9%	-4.0
上海	1.74%	3	4.35%	25	2.41%	-10	16.0%	0.2	14.8%	0.8
江苏	1.72%	31	4.85%	35	2.86%	-19	24.9%	-1.3	12.1%	-1.7
南京	1.93%	8	4.74%	-15	2.64%	-24	22.0%	-1.1	11.6%	-0.7
宁波	1.74%	-10	4.79%	15	2.42%	2	33.7%	0.1	24.2%	2.3
杭州	1.96%	25	4.50%	24	2.50%	-9	22.4%	-1.8	7.5%	1.7
长沙	2.47%	6	5.10%	13	2.44%	-6	27.5%	-3.8	9.5%	-1.3
贵阳	2.39%	-1	5.40%	17	2.75%	4	20.2%	-4.1	7.8%	2.0
成都	2.14%	3	4.45%	25	2.18%	7	21.3%	-1.7	3.6%	0.7
郑州	2.38%	16	5.21%	-11	2.64%	-21	19.0%	-11.9	11.3%	-1.3
青岛	2.22%	9	4.72%	2	2.38%	-6	23.0%	-3.6	14.1%	-0.3
苏州	2.20%	11	5.26%	23	2.54%	-25	26.9%	0.2	13.5%	0.4
西安	2.18%	-8	4.73%	9	2.64%	13	19.4%	-2.9	6.8%	-3.0
渝农	2.37%	-6	4.55%	-15	2.33%	-10	25.1%	8.9	10.2%	1.5
青农	2.50%	-11	4.90%	14	2.14%	-5	20.8%	-4.3	3.8%	0.1
紫金	2.06%	-6	3.96%	-32	2.07%	-23	21.2%	-5.0	3.1%	-3.3
常熟	3.34%	-5	5.53%	-5	2.27%	-7	40.2%	1.7	3.2%	-2.5
无锡	2.09%	8	4.53%	4	2.41%	-13	27.2%	-2.5	4.7%	0.5
苏农	2.57%	2	4.53%	14	2.01%	6	31.4%	-3.0	4.1%	2.3
江阴	2.46%	0	4.39%	-2	2.18%	-14	28.7%	1.0	3.0%	0.8
张家港	2.90%	16	5.06%	9	2.19%	-12	31.5%	-4.3	0.3%	0.1
大行	2.05%	-6	3.70%	-12	1.76%	-7	23.5%	-0.4	18.6%	-0.1
股份行	2.18%	-2	4.59%	-10	2.41%	-9	22.5%	-1.8	25.3%	-0.9
城商行	2.00%	13	4.68%	14	2.54%	-10	21.8%	-1.7	13.4%	-0.6
农商行	2.46%	-1	4.64%	-7	2.25%	-9	26.6%	2.5	6.2%	0.2
上市银行	2.08%	-4	4.00%	-10	2.00%	-7	23.2%	-0.8	20.0%	-0.3

注：息差、生息资产收益率、计息负债成本率均使用首尾及分位点平均法计算

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表28： 2020 年 3 月末资产质量相关指标及其变化

银行	较 19 年末		较 19 年末		较 19 年末 年化信用成本		较 19 年末 年化信用成本		较 19 年末 年化信用成本	
	不良贷款率	(bp)	拨备覆盖率	(pct)	关注率	(bp)	本季度环比 (pct)	年化不良生成率	季度环比 (pct)	年化不良生成率
工行	1.43%	0	199%	0			1.39%	0.40	1.18%	0.26
建行	1.42%	0	230%	2			1.27%	-0.15	0.65%	-0.25
农行	1.40%	0	290%	1			1.31%	0.27	0.74%	0.07
中行	1.39%	2	185%	2			0.97%	-0.30	0.54%	-0.66
交行	1.59%	12	154%	-18			0.88%	-0.27	1.51%	0.28
邮储	0.86%	0	387%	-2			0.90%	-0.37	0.47%	-0.27
招行	1.16%	-5	451%	24	1.28%	10	1.77%	0.32	-0.17%	-1.09
兴业	1.52%	-2	199%	0	2.07%	29	1.80%	-0.14	1.61%	-0.21
浦发	1.99%	-6	147%	13	2.85%	32	2.33%	0.26	1.32%	-2.13
中信	1.80%	15	177%	2			2.19%	0.00	1.42%	-0.91
民生	1.55%	-1	156%	0			2.09%	-0.23	1.69%	-0.35
光大	1.55%	-1	182%	0			2.07%	-0.25	1.70%	-0.41
平安	1.65%	0	200%	17	1.93%	-8	2.60%	-0.60	1.09%	-2.20
华夏	1.82%	-1	156%	14	3.61%	5	2.18%	0.61	0.90%	-1.30
浙商	1.42%	5	215%	-6			1.62%	-1.13	1.49%	-1.31
北京	1.47%	7	231%	6			1.97%	0.00	1.33%	-0.56
上海	1.18%	2	337%	0	1.86%	-2	2.12%	0.07	0.50%	-2.58
江苏	1.38%	0	239%	6	1.89%	-5	1.86%	-0.44	1.17%	-0.56
南京	0.89%	0	423%	5	1.48%	27	2.17%	0.56	0.88%	-0.54
宁波	0.78%	0	524%	0	0.74%	0	2.09%	0.04	0.80%	-0.55
杭州	1.29%	-5	355%	38	0.91%	-3	2.38%	0.46	0.22%	-1.18
长沙	1.24%	2	279%	-1	3.11%	-33	2.22%	-0.40	1.67%	-0.51
贵阳	1.62%	17	279%	-13	2.89%	13	3.01%	1.03	2.16%	1.66
成都	1.43%	0	260%	6	0.87%	-5	1.88%	1.12	1.07%	0.29
郑州	2.35%	-2	162%	2	2.29%	21	3.13%	-3.35	2.70%	-3.69
青岛	1.65%	0	166%	11	3.02%	-47	3.49%	1.33	2.58%	0.54
苏州	1.48%	-5	245%	21	2.32%	-21	2.19%	0.15	0.90%	-0.66
西安	1.17%	-1	271%	9	2.69%	28	1.15%	0.01	0.57%	-0.04
渝农	1.27%	2	382%	2			1.10%	-1.09	0.27%	-1.92
青农	1.43%	-3	323%	13	5.01%	-102	2.63%	1.03	1.12%	0.25
紫金	1.68%	0	241%	4	1.60%	-15	2.41%	0.88	1.73%	1.29
常熟	0.98%	2	463%	-18	1.31%	-24	1.17%	-0.52	0.45%	-0.40
无锡	1.11%	-10	323%	35	0.34%	-3	1.64%	0.18	0.24%	-1.27
苏农	1.29%	-4	274%	25	4.11%	-5	1.99%	-0.66	0.03%	-1.94
江阴	1.83%	0	258%	-1	2.62%	39	2.48%	2.20	1.98%	0.73
张家港	1.36%	-2	267%	15	2.83%	26	1.99%	-1.41	0.96%	-2.73
大行	1.38%	1	226%	-1	/	/	1.19%	0.01	0.83%	-0.10
股份行	1.60%	1	207%	9	2.20%	16	2.08%	-0.03	1.17%	-1.05
城商行	1.30%	1	282%	11	1.78%	-1	2.14%	0.02	1.10%	-0.86
农商行	1.34%	-3	333%	9	2.77%	-26	1.72%	-0.20	0.70%	-0.96
上市银行	1.44%	1	224%	3	2.12%	11	1.49%	0.00	0.93%	-0.40

注：关注贷款率样本为 2020 年一季度公布关注贷款率数据的 24 家上市银行，包括 5 家股份行、12 家城商行和 7 家农商行

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

风险提示

- 1、政策风险。证券行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。
- 2、市场波动风险。公司经纪、自营及资管业务与股市及债市环境高度相关，市场持续低迷和波动将会影响证券公司业绩。
- 3、经济下行超预期。我国经济依然稳中向好，但受外需和内需扰动影响，企业融资需求增长需要密切关注。
- 4、资产质量恶化超预期。上市银行资产质量依旧稳健，但受疫情等外部环境影响压力加大。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、陶圣禹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师沈娟、陶圣禹本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司