

银行

从基金持仓看银行股：3Q18 持仓明显回升，防御价值突显

机构重仓银行比例回升至 6.13%，板块防御价值突显

主动权益基金重仓银行板块比例在 3Q17 达到 6.77% 的近期高点。18 年以来，受中美贸易摩擦升级以及 P2P 爆雷、信用债违约多发等事件影响市场情绪，机构重仓银行板块比例连续下降，截至 2Q18 重仓持股比例仅 4.16%。而弱市持续之下，银行板块防御价值突显，3Q18 板块重仓持股比例由 2 季度回升 1.9 个百分点至 6.13%。

3Q18 申万银行指数季度上涨 12.4%，板块触底回升，与保险、钢铁、石化等低估值周期板块一同走出绝对和相对收益，反映出资金在弱市下，以防御为主，对低估值周期股更为青睐。

机构持仓银行个股更集中，弱市下增配招行和平安

3Q18 机构重仓银行个股占比前五家为招行、工行、农行、建行和宁波银行，排序与 1Q18、2Q18 相同。值得注意的是，主动权益基金重仓招行市值占板块比重持续提升，1Q18 接近 30%，2Q18 为 34.5%，3Q18 达到 36.3%，远高于第二位工行的 12.9%。我们认为，在弱市下板块防御价值突出，机构出于防御考虑而增配板块，在加仓标的的选择上相对更谨慎，以零售银行龙头招行、四大行以及低估值标的为主。

从 9 月末较 6 月末，机构对招商银行、平安银行重仓持有市值分别提升 40 亿、16 亿，领先其他上市行。零售银行获主动权益基金青睐。经济下行担忧加重，弱市持续之下，进攻与防御型资金均更为偏好弱周期性的零售银行。此外，宁波、建行、兴业和农行等有望延续高盈利的银行，机构持仓市值变化也相对积极。

投资建议：看好板块相对收益，关注上海、兴业、光大

较之以往机构持仓银行高位的背景，我们认为目前银行基本面向好，估值相对较低：1) 市场利率下行带来负债成本下降，信贷占比提升带动整体资产收益率上行，年内息差仍有望走阔。2) 不良率平稳，新生不良亦较为平稳。不论从行业数据还是上市银行资产负债结构来看，商业银行在经济下行下，风险偏好不高，信贷投放以个人按揭和票据贴现为主，当前新投放信贷资产，中短期内资产质量压力不大。

从目前披露三季报银行盈利情况看，三季度板块盈利或持续提升。目前机构重仓银行板块占比仅在历史中位水平，未来提升空间较大。我们认为，板块可攻可守，看好年内板块相对收益。

市场情绪低迷时，大行作防御；情绪转好时，关注业绩弹性在明显提升的上海、兴业以及光大。

风险提示：国内经济下行超预期导致资产质量显著恶化；中美贸易摩擦升级等外部风险因素。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601939.SH	建设银行	7.08	买入	0.97	1.04	1.13	1.31	7.30	6.81	6.27	5.40
601288.SH	农业银行	3.82	买入	0.59	0.60	0.68	0.76	6.47	6.37	5.62	5.03
601229.SH	上海银行	12.13	买入	1.96	1.70	2.01	2.27	6.19	7.14	6.03	5.34
601818.SH	光大银行	3.96	买入	0.60	0.65	0.71	0.81	6.60	6.09	5.58	4.89

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2018 年 10 月 29 日

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

林瑾璐

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090002
linjinlu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业点评:1022 国常会点评:稳信用以稳经济, 资产质量或改善》2018-10-23
- 《银行-行业专题研究:四大行财政注资往事》2018-10-21
- 《银行-行业点评:9 月金融数据点评:信用难宽, 纳入专项债的社融压力仍存》2018-10-18

内容目录

1. 3Q18 公募基金重仓银行板块比例回升至 6.13%	3
1.1. 3Q18 机构重仓银行比例回升，板块防御价值突显.....	3
1.2. 3Q18 机构主动减仓，重仓银行市值升幅领先.....	4
2. 机构持仓银行个股更集中，弱市下增配招行和平安	5
2.1. 弱市之下防御为主，机构持仓银行个股更集中	5
2.2. 3Q18 机构持有招行、平安市值明显提升	5
3. 投资建议：大行作防御，积极关注业绩弹性提升的上海、兴业、光大.....	8
4. 风险提示	8

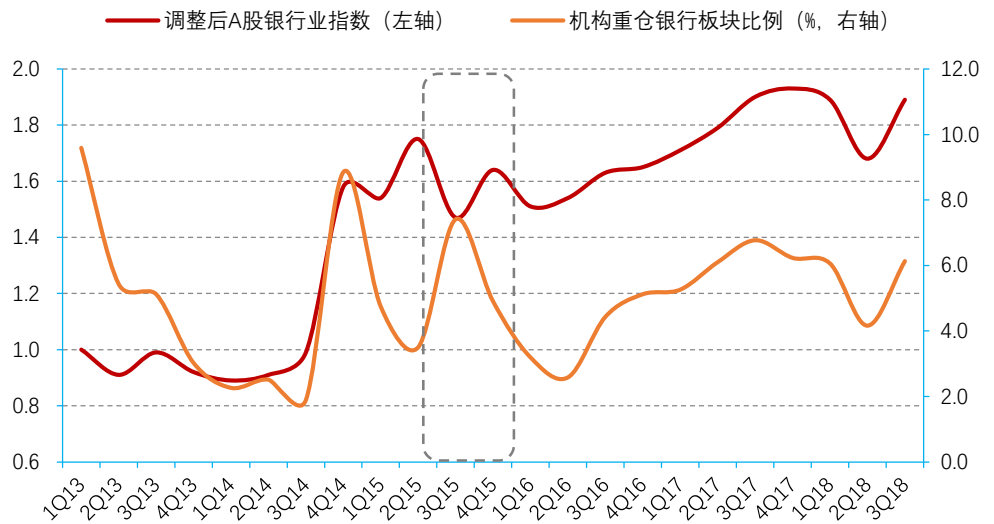
图表目录

图 1：除 15 年牛市中后期外，13 年以来多数时期银行业指数走势与机构持仓比例呈现出较强正相关性	3
图 2：3Q18 机构重仓银行板块市值占比 6.13%，环比上行 1.9 个百分点.....	4
图 3：3Q18 银行板块涨幅较领先，防御价值突显	4
图 4： 3Q18 机构重仓银行板块市值占比较 2Q18 大幅提升 1.9 个百分点，在各板块中居第三	5
图 5：3Q18 机构重仓银行个股前五家分别为招行、工行、农行、建行和宁波，与 2 季度相同	5
图 6： 3Q18 机构持有招行、平安市值明显提升	6
图 7：A 股上市银行 ROE vs PB（截至 10 月 26 日）	8
表 1：偏股型基金重仓持有银行市值情况（3Q18 VS 2Q18）	6
表 2：机构重仓持股数季度变化	7

1. 3Q18 公募基金重仓银行板块比例回升至 6.13%

除 15 年牛市中后期外，13 年以来多数时期银行业指数走势与机构持仓比例呈较强的正相关性。截至目前，开放型基金已完成三季报披露，本篇报告主要根据偏股型基金（普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金）公布的重仓股明细数据进行跟踪分析。

图 1：除 15 年牛市中后期外，13 年以来多数时期银行业指数走势与机构持仓比例呈现出较强正相关性



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.1. 3Q18 机构重仓银行比例回升，板块防御价值突显

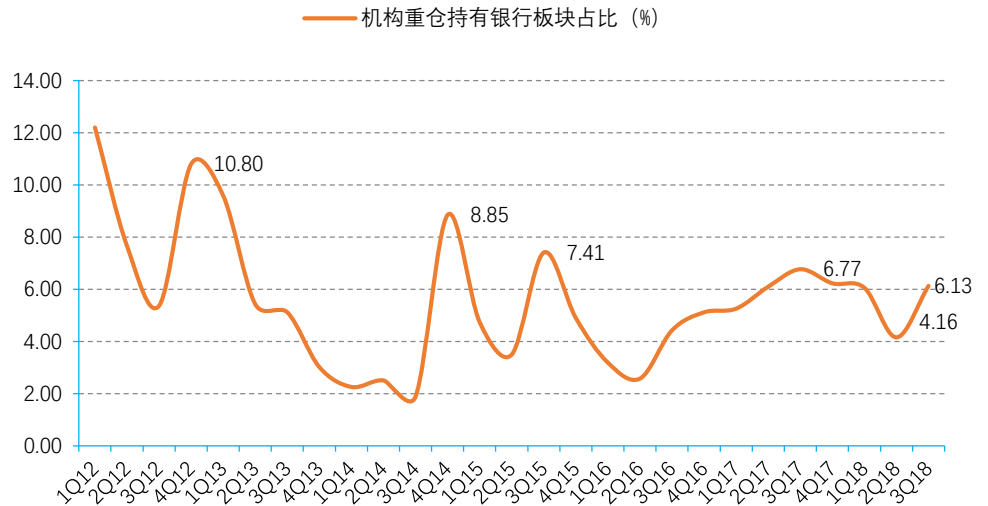
主动权益基金重仓银行板块比例自 2Q16 起连续 5 个季度提升，3Q17 达到 6.77%，为近期高点。18 年以来，受中美贸易摩擦升级以及 P2P 爆雷、信用债违约多发等事件影响市场情绪，市场表现低迷，在此背景下，主动权益基金重仓银行板块比例在 1Q18、2Q18 连续下降，截至 2Q18 重仓持股比例仅 4.16%。弱市持续之下，银行板块防御价值突显，3Q18 板块重仓持股比例由 2 季度回升 1.9 个百分点至 6.13%。

2012 年以来，机构重仓银行板块比例各个阶段性高位分别在 4Q12 的 10.80%（市场预期经济回暖，上市银行融资压力好于预期）、4Q14 的 8.85%（央行货币政策转向偏宽松，流动性充裕，监管压力不大）、3Q15 的 7.41%（股市大幅震荡后，机构跟随国家队救市步伐）。

较之以往机构持仓银行高位的背景，我们认为目前银行基本面向好，估值相对较低。1) 市场利率下行带来负债成本下降，信贷占比提升带动资产端整体收益率上行，年内息差仍有走阔。2) 不良率平稳，新生不良亦较为平稳。不论从行业数据还是上市银行资产负债结构来看，商业银行在经济下行下，风险偏好不高，信贷投放以个人按揭和票据贴现为主，当前新投放信贷资产，中短期内资产质量压力不大。

从目前披露三季报银行盈利情况看，三季度板块盈利或持续提升。目前机构重仓银行板块占比仅在历史中位水平，未来提升空间较大。

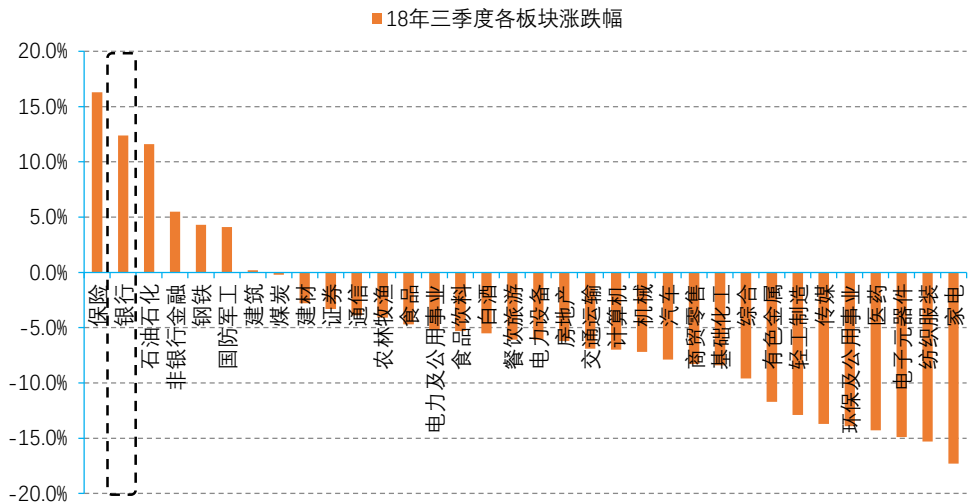
图 2: 3Q18 机构重仓银行板块市值占比 6.13%，环比上行 1.9 个百分点



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3Q18 银行板块触底回升，涨幅领先。3Q18 申万银行指数季度上涨 12.4%，板块触底回升，与保险、钢铁、石化等低估值周期板块一同走出绝对和相对收益。而 2Q18 涨幅较高的白酒、食品饮料和餐饮旅游等消费板块表现较弱，或反映出资金在弱市下，以防御为主，对低估值周期股更为青睐。

图 3: 3Q18 银行板块涨幅较领先，防御价值突显



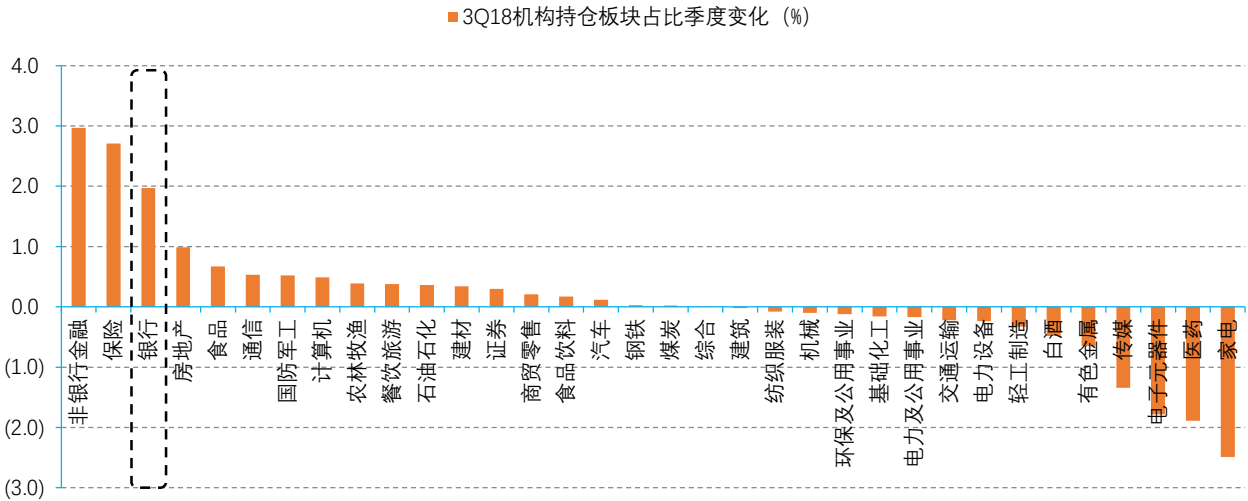
资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.2. 3Q18 机构主动减仓，重仓银行市值升幅领先

不同于 17 年，市场持续偏好低估值、业绩确定性高的蓝筹股。4Q17 市场风格切换的担忧开始起来，到 1Q18 我们看到金融、地产等板块大幅回调，背后也对应着机构的大幅调仓这些前期涨幅较高的板块。到 2Q18，信用债违约多发、中美贸易战升级进一步引发银行估值下行，此间机构进一步下调银行仓位。2Q18 机构重仓银行板块市值占比较 1Q18 大幅下降 1.9 个百分点，降幅在各板块中垫底。

3Q18 之后，机构重仓板块市值占比回升 1.9 个百分点，回升幅度仅低于保险、券商。

图 4： 3Q18 机构重仓银行板块市值占比较 2Q18 大幅提升 1.9 个百分点，在各板块中居第三



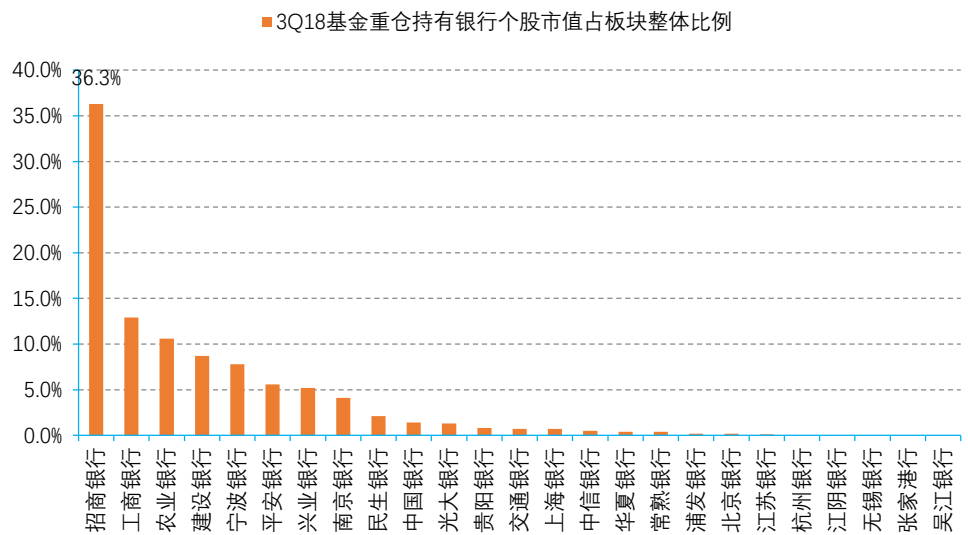
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 机构持仓银行个股更集中，弱市下增配招行和平安

2.1. 弱市之下防御为主，机构持仓银行个股更集中

3Q18 机构重仓银行个股占比前五家为招行、工行、农行、建行和宁波银行，排序与 1Q18、2Q18 相同。值得注意的是，主动权益基金重仓招行市值占板块比重持续提升，1Q18 接近 30%，2Q18 进一步提升至 34.5%，3Q18 达到 36.3%，远高于第二位工行的 12.9%。我们认为，在弱市下板块防御价值突出，机构出于防御考虑而增配板块，在加仓标的的选择上相对更谨慎，以零售银行龙头招行、四大行以及低估值标的的为主。

图 5： 3Q18 机构重仓银行个股前五家分别为招行、工行、农行、建行和宁波，与 2 季度相同



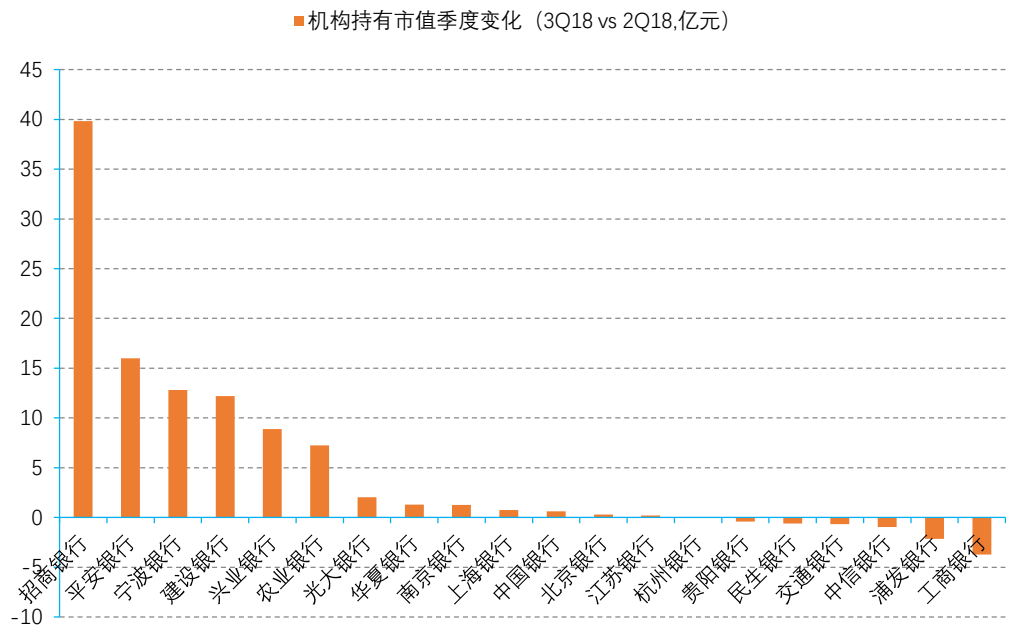
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 3Q18 机构持有招行、平安市值明显提升

从 3 季末相对 2 季末机构持仓市值变化来看，机构对招商银行、平安银行重仓持有市值分别提升 40 亿、16 亿，领先其他上市行。零售银行获主动权益基金青睐，或主要是经济下行压力加大，叠加中美贸易摩擦持续，机构对中长期经济走势较为悲观，因而对商业银行

资产质量压力担忧重起。在这一背景下，进攻与防御型资金均更为偏好弱周期性的零售银行。此外，宁波、建行、兴业和农行等有望延续高盈利的银行，机构持仓市值变化也相对积极。

图 6： 3Q18 机构持有招行、平安市值明显提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

从机构重仓市值来看，3 季末机构重仓板块市值总计约 368 亿，环比上升 35%。个股情况分化较大，3 季度加仓的个股较多，明显加仓的个股为建行、招行、兴业、宁波等。减仓的个股为工行、浦发。

表 1： 偏股型基金重仓持有银行市值情况 (3Q18 VS 2Q18)

	2Q18 重仓持有市值 (亿元)	2Q18 持仓占板块比重	3Q18 重仓持有市值 (亿元)	3Q18 持仓占板块比重	3Q18 各行涨跌幅	3Q18 持有市值变化	3Q18 持有市值变化 (亿元)
工商银行	51.32	18.9%	47.60	12.9%	13.0%	-7.2%	-3.72
建设银行	19.95	7.3%	32.14	8.7%	15.0%	61.1%	12.19
农业银行	31.63	11.6%	38.88	10.6%	13.0%	22.9%	7.25
中国银行	4.69	1.7%	5.30	1.4%	8.0%	13.0%	0.61
交通银行	3.42	1.3%	2.76	0.7%	7.0%	-19.3%	-0.66
招商银行	93.85	34.5%	133.68	36.3%	20.0%	42.4%	39.83
中信银行	2.67	1.0%	1.70	0.5%	2.0%	-36.3%	-0.97
浦发银行	2.99	1.1%	0.85	0.2%	12.0%	-71.6%	-2.14
民生银行	8.28	3.0%	7.68	2.1%	10.0%	-7.2%	-0.6
兴业银行	10.19	3.7%	19.07	5.2%	11.0%	87.1%	8.88
光大银行	2.87	1.1%	4.90	1.3%	12.0%	70.7%	2.03
华夏银行	0.34	0.1%	1.63	0.4%	10.0%	379.4%	1.29
平安银行	4.52	1.7%	20.53	5.6%	24.0%	354.2%	16.01
北京银行	0.40	0.1%	0.68	0.2%	6.0%	70.0%	0.28

南京银行	13.75	5.1%	15.00	4.1%	4.0%	9.1%	1.25
宁波银行	15.86	5.8%	28.67	7.8%	12.0%	80.8%	12.81
上海银行	1.84	0.7%	2.59	0.7%	12.0%	40.8%	0.75
杭州银行	0.04	0.0%	0.00	0.0%	1.0%	-100.0%	-0.04
江苏银行	0.06	0.0%	0.25	0.1%	4.0%	316.7%	0.19
贵阳银行	3.51	1.3%	3.09	0.8%	2.0%	-12.0%	
江阴银行	0.00	0.0%	0.00	0.0%	-1.0%		
无锡银行	0.00	0.0%	0.00	0.0%	0.0%		
常熟银行	0.00	0.0%	1.37	0.4%	11.0%		
张家港行	0.00	0.0%	0.02	0.0%	-5.0%		
吴江银行	0.00	0.0%	0.00	0.0%	4.0%		
总计重仓市值	272.18		368.39				

资料来源: Wind, 天风证券研究所

从机构重仓持股数季度变化来看, 3Q18 机构除对浦发、交行、工行、贵阳和中信有所减仓外, 对其他个股均有增配。

表 2: 机构重仓持股数季度变化

	2018Q1 持股数 量(亿股)	2018Q2 持股 数量(亿股)	2018Q3 持股 数量(亿股)	持股数变化
平安银行	1.20	0.50	1.90	273.2%
宁波银行	1.50	1.00	1.60	65.8%
浦发银行	0.40	0.30	0.10	-74.4%
华夏银行	0.20	0.00	0.20	342.9%
民生银行	0.70	1.20	1.20	2.4%
招商银行	4.20	3.50	4.40	22.7%
江苏银行	0.00	0.00	0.00	292.1%
南京银行	2.60	1.80	2.00	10.2%
常熟银行	0.00	0.00	0.20	n.a.
兴业银行	1.30	0.70	1.20	69.0%
北京银行	0.20	0.10	0.10	68.9%
上海银行	0.10	0.10	0.20	81.4%
农业银行	13.60	9.20	10.00	8.7%
交通银行	0.90	0.60	0.50	-20.8%
工商银行	11.80	9.60	8.20	-14.5%
光大银行	1.60	0.80	1.30	59.9%
建设银行	4.80	3.00	4.40	45.8%
中国银行	2.30	1.30	1.40	9.6%
贵阳银行	0.20	0.30	0.30	-11.0%
中信银行	0.60	0.40	0.30	-34.8%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 投资建议：大行作防御，积极关注业绩弹性提升的上海、兴业、光大

目前机构重仓银行板块占比仅在历史中位水平，未来提升空间仍较大。

当前理财新规落地缓解了市场对政策不确定性的担忧。银行股投资逻辑仍落在对银行资产质量压力回升的担忧上，由于非标融资偏紧叠加中美贸易摩擦加剧，市场担忧情绪或有所起伏。但从基本面来看，年内上市银行不良和息差改善，盈利回升趋势不改。**我们认为，板块可攻可守，看好年内板块相对收益。**

市场情绪低迷时，大行作防御

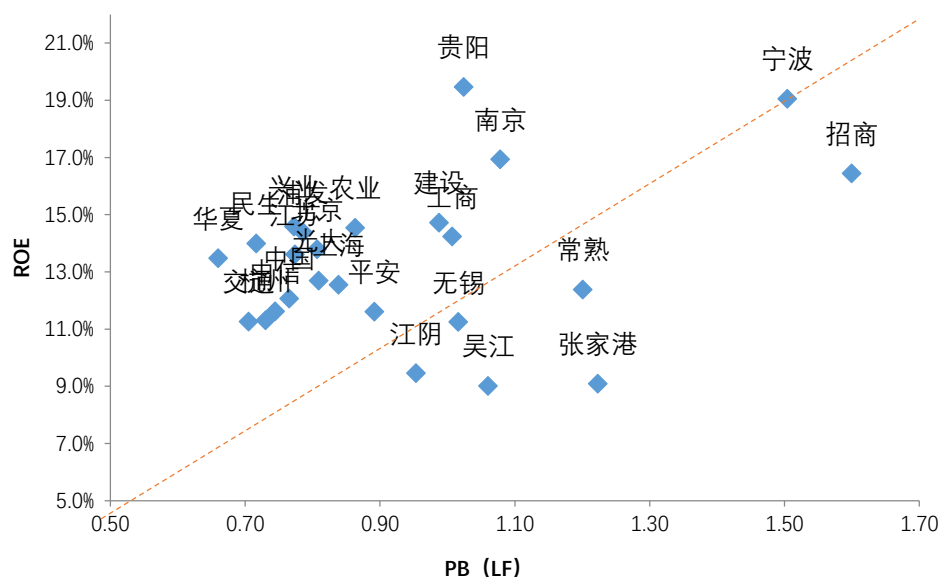
市场情绪低迷时，主要关注资产质量，大行因其信贷投放两端化（企业贷款主要投政府项目与个贷则主要放房贷），资产质量优异，估值低且业绩确定性持续较好，为防御之选。

市场情绪好转时，进攻配优质中小行

市场情绪好转时，市场更关注未来业绩弹性。前两年较高的市场利率与强监管压制了中小行的成长性，2H18 市场利率走低带动负债成本下降提升净息差，监管放松迎来资产扩张的机会，成长性有望提升。

同时，力推基本面优秀、高 ROE 的招商银行和宁波银行，以及具备业绩弹性的上海银行、兴业银行、光大银行。

图 7：A 股上市银行 ROE vs PB（截至 10 月 26 日）



资料来源：各公司财报，Wind，天风证券研究所

4. 风险提示

国内经济下行超预期导致资产质量显著恶化；中美贸易摩擦升级等外部风险因素。

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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