

银行

证券研究报告

2019年01月24日

从基金持仓看银行股：18Q4 持仓小幅下降，低估值高安全边际受认可

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

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

18Q4 机构重仓银行比例小幅下降至 5.67%，低估值安全边际受认可

4 季度逐月披露的社融增速、信贷数据并不乐观，反映了企业信贷需求持续较弱的情况，市场对宏观经济走势的担忧进一步加重，且叠加部分监管引导政策或对商业银行盈利产生短期的负面影响，机构对银行板块的配置意愿不足，板块重仓持有比例小幅下降至 5.76%，环比下降 0.37 个百分点。目前机构重仓银行板块占比仅在历史中位水平。

机构重仓比例季度环比变化来看，消费股持有比重明显下降，其中白酒、保险、家电等此前涨幅较高的板块持有比例显著下降。相比之下，银行板块持有比例仅是小幅下降。可见，虽有经济加速下行压力之担忧，银行不可避免面临一定资产质量压力以及盈利下行的可能性，但银行板块低估值的较高安全边际，得到机构认可。当前银行板块估值仅 0.83 倍 PB (lf)，0.76 倍 19 年 PB，估值为历史低位。

18Q4 机构对估值敏感度提升，加仓部分优质低估值银行

18Q4 机构重仓银行个股占比前五家为招行、工行、宁波、农行和兴业(3Q18 前五家为招行、工行、农行、建行和宁波)，持有宁波和兴业的比例有所上行。各季度持有前五的银行排序不论如何变化，而不变的是，机构重仓靠前的均为高 ROE 且公司治理良好有望维持较高盈利水平的银行。

从 4 季度末相对 3 季度末机构持仓市值变化来看，机构对招商银行、建设银行重仓持有市值分别下降了 45 亿、14 亿，如此大幅下降为近几个季度少有的情况，或是机构在市场低迷之下，对估值敏感性提升。这从机构持有市值上升较多的兴业、光大也可以得到印证。招行、建行 PB 估值一直维持股份行、大行领先水平，而兴业、光大在较优质的银行中，估值偏低。

投资建议：主推零售银行龙头平安、招行，关注低估值标的

稳信用政策逐步加码。自 18Q3 以来，政策逐步转向宽松，央行保持流动性合理充裕，市场利率走低。近期，证监会密集批复多家银行定增、可转债、优先股等再融资计划，平安银行更是在很短时间内完成了可转债发行。金委会协调银行多渠道补充资本，并推动尽快发行永续债补充资本。稳信用政策不断加码，后续或有进一步政策出台，有望对冲经济下行。当前银行(中信)指数 PB (lf) 已跌至 0.83 倍的低位。4 季度市场持续较弱的情况下，机构重仓各板块比例变化也可反映出对银行股低估值高安全边际的认可，持有银行比例仅在历史中位水平，仍有一定空间。

个股方面，我们主推基本面好且受政策影响小以及 12 月回调较多的零售银行龙头-招行、平安，关注低估值优质股份行-光大、兴业等。

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
000001.SZ	平安银行	10.35	买入	1.35	1.45	1.62	1.96	7.67	7.14	6.39	5.28
600036.SH	招商银行	27.16	买入	2.78	3.19	3.58	3.99	9.77	8.51	7.59	6.81
601818.SH	光大银行	3.91	买入	0.60	0.64	0.69	0.77	6.52	6.11	5.67	5.08
601328.SH	交通银行	6.00	增持	0.95	1.00	1.07	1.15	6.32	6.00	5.61	5.22
601166.SH	兴业银行	15.50	买入	2.75	2.92	3.17	3.50	5.64	5.31	4.89	4.43

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业点评:12 月金融数据点评:信贷延续回暖,社融增速基本企稳》2019-01-15
- 《银行-行业点评:不良处置力度加大,资产质量保持平稳》2019-01-12
- 《银行-行业点评:评 0104 降准:稳信用不断加码,社融增速有望企稳》2019-01-05



内容目录

1. 18Q4 公募重仓银行股比例环比小幅下降.....	3
1.1. 18Q4 机构重仓银行比例小幅下降至 5.67%的历史中位水平.....	3
1.2. 横向比较来看，银行股低估值高安全边际仍受认可.....	4
2. 4 季度机构对估值敏感度提升，加仓部分优质低估值银行.....	5
2.1. 机构持仓前五的银行为招行、工行、宁波、农行和兴业.....	5
2.2. 18Q4 机构持有招行、建行市值下降明显.....	6
3. 投资建议：主推零售银行龙头平安、招行，关注低估值标的.....	7
4. 风险提示.....	8

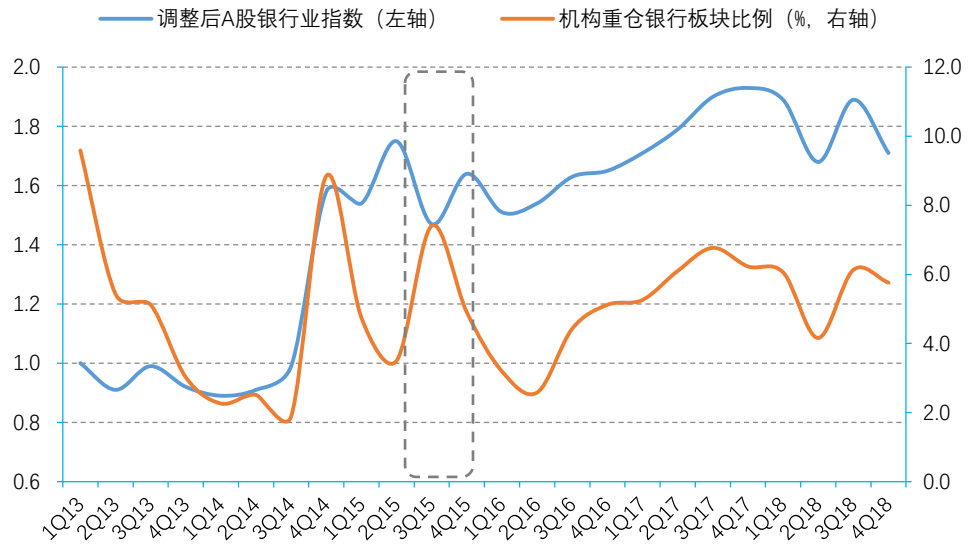
图表目录

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 2：18Q4 机构重仓银行板块市值占比 5.76%，环比下降 0.37 个百分点.....	4
图 3：18Q4 银行板块下降 9.4%，涨跌幅处于各板块前列.....	4
图 4：4 季度机构重仓比例环比显著下降的为消费板块，银行板块低估值受认可.....	5
图 5：18Q4 机构重仓银行个股占比前五家为招行、工行、宁波、农行和兴业.....	5
图 6：18Q4 机构持有招行、建行市值下降明显，市值上升较多的有兴业、光大.....	6
图 7：A 股上市银行 ROE vs PB（截至 1 月 23 日）.....	8
表 1：机构重仓持有的前 5 银行股.....	5
表 2：偏股型基金重仓持有银行市值情况（18Q4 VS 18Q3）.....	6
表 3：机构重仓持股数季度变化.....	7

1. 18Q4 公募重仓银行股比例环比小幅下降

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 18 年年报披露，本篇报告主要根据主动偏股型基金（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. 18Q4 机构重仓银行比例小幅下降至 5.67% 的历史中位水平

I) 2012 年以来，主动权益基金重仓银行板块比例各个阶段性高位分别在 4Q12 的 10.80%（市场预计经济回暖，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）。

II) 机构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 16 年以来的高点，反映出当时市场对上市银行资产质量持续改善、低估值高股息、资本补充及负债成本压力不大的乐观看法。

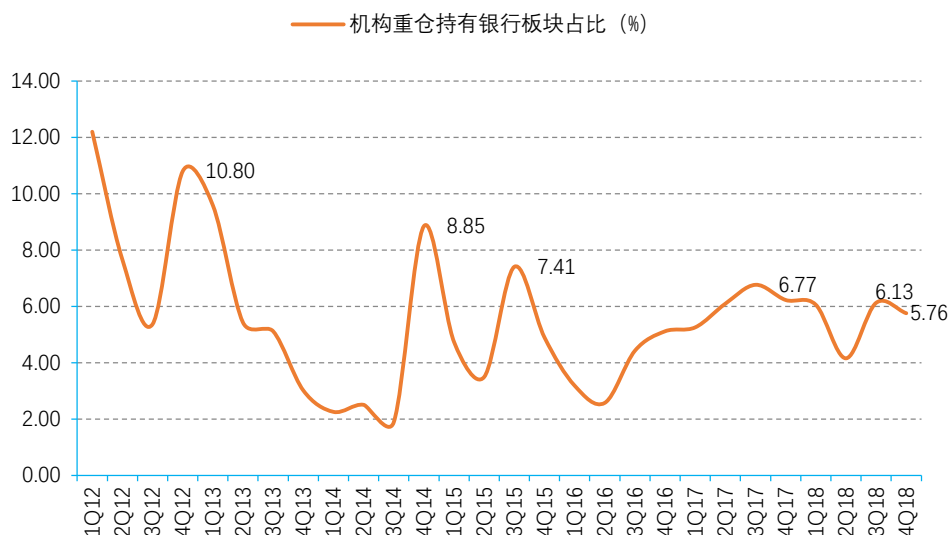
III) 18 年以来，受中美贸易摩擦升级以及 P2P 爆雷、信用债违约等事件影响，市场表现低迷，在此背景下，主动权益基金重仓银行板块比例在 1Q18、2Q18 连续下降，截至 2Q18 重仓持股比例仅 4.16%。

IV) 18 年下半年市场持续走弱之下，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 1.97 个百分点至 6.13%。

V) 下半年社融增速、信贷数据不乐观，反映出企业信贷需求持续较弱，市场对宏观经济走势的担忧进一步加重，且叠加部分监管引导政策或对商业银行盈利产生短期的负面影响，机构对银行板块的配置意愿不足，板块重仓持有比例小幅下降至 5.76%，环比下降 0.37 个百分点。

目前机构重仓银行板块占比仅在历史中位水平。

图 2：18Q4 机构重仓银行板块市值占比 5.76%，环比下降 0.37 个百分点

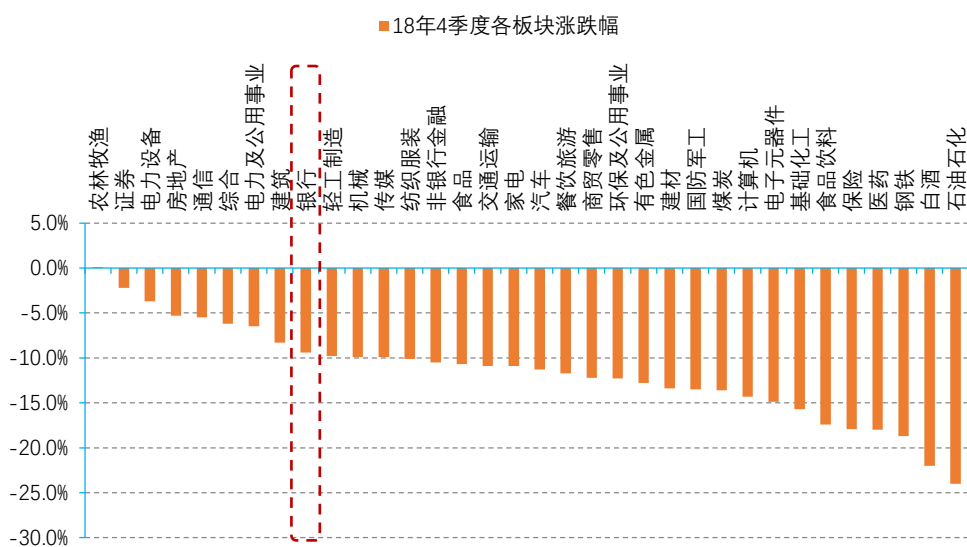


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 横向比较来看，银行股低估值高安全边际仍受认可

18Q4 银行板块下跌 9.4%，涨跌幅处于各板块前列。18Q4 申万银行指数季度下降 9.4%，弱市之下，板块涨跌幅处于各板块前列，反映出了较好的防御属性。

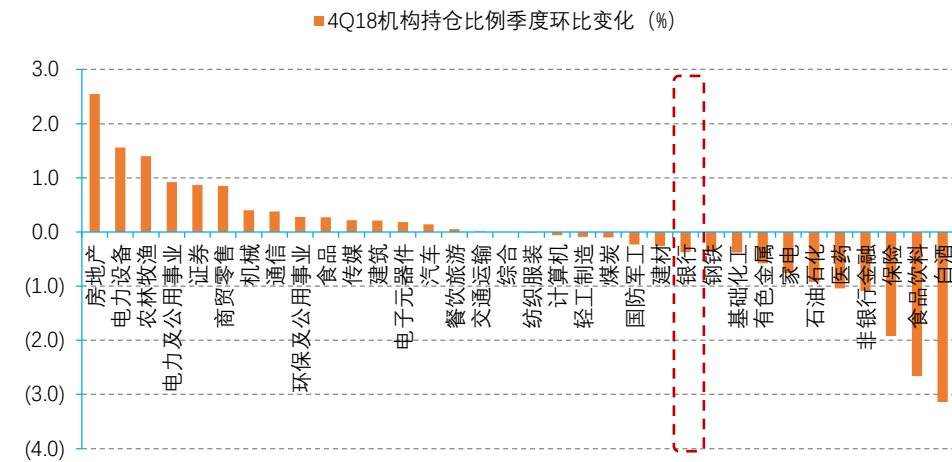
图 3：18Q4 银行板块下降 9.4%，涨跌幅处于各板块前列



资料来源：Wind，天风证券研究所

机构重仓比例季度环比变化来看，消费股持有比重明显下降，其中白酒、保险、家电等此前涨幅较高的板块持有比例显著下降。相比之下，银行板块持有比例仅是小幅下降。可见，虽有经济加速下行压力之担忧，银行不可避免面临一定资产质量压力以及盈利下行的可能性，但银行板块低估值的较高安全边际，得到机构认可。当前银行板块估值仅 0.83 倍 PB (lf)，0.76 倍 19 年 PB，估值为历史低位。

图 4：4 季度机构重仓比例环比显著下降的为消费板块，银行板块低估值受认可



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 4 季度机构对估值敏感度提升，加仓部分优质低估值银行

2.1. 机构持仓前五的银行为招行、工行、宁波、农行和兴业

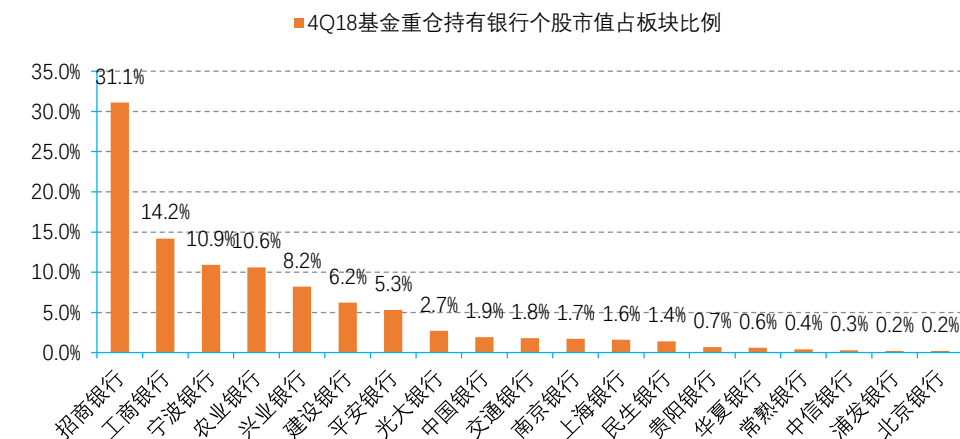
18Q4 机构重仓银行个股占比前五家为招行、工行、宁波、农行和兴业（3Q18 前五家为招行、工行、农行、建行和宁波），宁波银行和兴业银行持有比例有所上行。各季度持有前五的银行排序不论如何变化，而不变的是，机构重仓靠前的均为高 ROE 且公司治理良好有望维持较高盈利水平的银行。

表 1：机构重仓持有的前 5 银行股

	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
1	招商银行	招商银行	招商银行	招商银行	招商银行	招商银行
2	工商银行	工商银行	工商银行	工商银行	工商银行	工商银行
3	农业银行	平安银行	农业银行	农业银行	农业银行	宁波银行
4	兴业银行	农业银行	建设银行	建设银行	建设银行	农业银行
5	平安银行	建设银行	宁波银行	宁波银行	宁波银行	兴业银行

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：18Q4 机构重仓银行个股占比前五家为招行、工行、宁波、农行和兴业

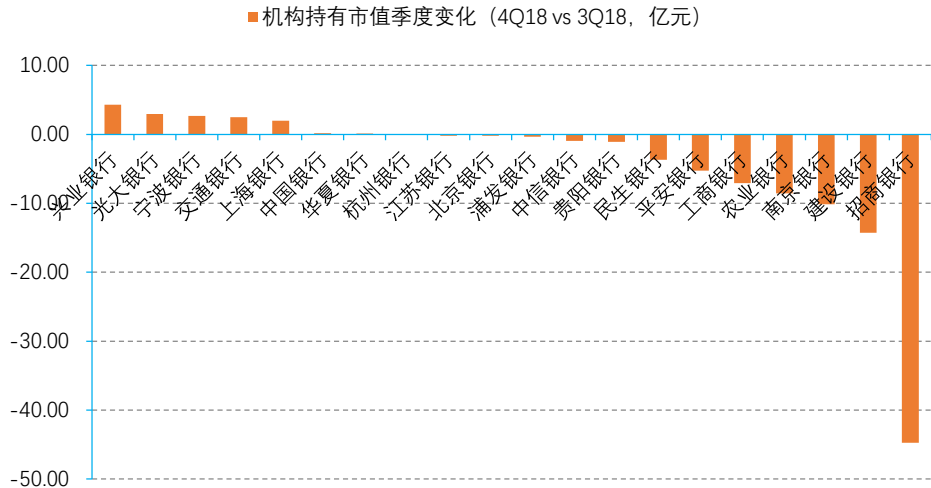


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 18Q4 机构持有招行、建行市值下降明显

从4季度末相对3季度末机构持仓市值变化来看，机构对招商银行、建设银行重仓持有市值分别下降了45亿、14亿，如此大幅下降为近几个季度少有的情况，或是机构在市场低迷之下，对估值敏感性提升。这从机构持有市值上升较多的兴业、光大也可以得到印证。招行、建行PB估值一直维持股份行、大行领先水平，而兴业、光大在较优质的银行中，估值偏低。

图6：18Q4 机构持有招行、建行市值下降明显，市值上升较多的有兴业、光大



资料来源：Wind，天风证券研究所

从机构重仓市值来看，4季度末机构重仓板块市值总计约286亿，环比下降22%。明显加仓的个股为兴业、交行、宁波等。减仓的个股为招行、建行、农行、工行。

表2：偏股型基金重仓持有银行市值情况（18Q4 VS 18Q3）

	18Q3 重仓持有市值 (亿元)	18Q3 持仓占板块比重	18Q4 重仓持有市值 (亿元)	18Q4 持仓占板块比重	18Q4 各行涨跌幅	18Q4 持有市值环比	18Q4 持有市值变化 (亿元)
工商银行	47.60	12.9%	40.54	14.2%	-8.0%	-14.8%	-7.06
建设银行	32.14	8.7%	17.86	6.2%	-12.0%	-44.4%	-14.28
农业银行	38.88	10.6%	30.31	10.6%	-7.0%	-22.0%	-8.57
中国银行	5.30	1.4%	5.49	1.9%	-3.0%	3.6%	0.19
交通银行	2.76	0.7%	5.25	1.8%	-1.0%	90.2%	2.49
招商银行	133.68	36.3%	88.93	31.1%	-18.0%	-33.5%	-44.75
中信银行	1.70	0.5%	0.74	0.3%	-10.0%	-56.5%	-0.96
浦发银行	0.85	0.2%	0.53	0.2%	-8.0%	-37.6%	-0.32
民生银行	7.68	2.1%	3.98	1.4%	-10.0%	-48.2%	-3.70
兴业银行	19.07	5.2%	23.36	8.2%	-6.0%	22.5%	4.29
光大银行	4.90	1.3%	7.84	2.7%	-5.0%	60.0%	2.94
华夏银行	1.63	0.4%	1.75	0.6%	-10.0%	7.4%	0.12
平安银行	20.53	5.6%	15.25	5.3%	-15.0%	-25.7%	-5.28
北京银行	0.68	0.2%	0.46	0.2%	-8.0%	-32.4%	-0.22
南京银行	15.00	4.1%	4.87	1.7%	-16.0%	-67.5%	-10.13
宁波银行	28.67	7.8%	31.35	10.9%	-9.0%	9.3%	2.68

上海银行	2.59	0.7%	4.56	1.6%	-8.0%	76.1%	1.97
杭州银行	0.00	0.0%	0.03	0.0%	-5.0%	-	0.03
江苏银行	0.25	0.1%	0.05	0.0%	-8.0%	-80.0%	-0.20
贵阳银行	3.09	0.8%	2.03	0.7%	-13.0%	-34.3%	-1.06
江阴银行	0.00	0.0%	0.00	0.0%	-8.0%	-	
无锡银行	0.00	0.0%	0.00	0.0%	-11.0%	-	
常熟银行	1.37	0.4%	1.09	0.4%	-3.0%	-20.4%	
张家港行	0.02	0.0%	0.01	0.0%	-7.0%	-50.0%	
吴江银行	0.00	0.0%	0.07	0.0%	-4.0%	-	
总计重仓市值	368.39		286.35				

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，18Q4 机构增持较多的银行个股为光大、兴业、交行、上海。

表 3：机构重仓持股数季度变化

	机构重仓持股数量（亿股）				持股数环比变化
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	
上海银行	0.12	0.12	0.21	0.41	95.2%
交通银行	0.93	0.60	0.47	0.91	93.6%
光大银行	1.62	0.78	1.25	2.12	69.6%
兴业银行	1.31	0.71	1.20	1.56	30.0%
华夏银行	0.24	0.05	0.20	0.24	20.0%
宁波银行	1.52	0.97	1.61	1.93	19.9%
中国银行	2.26	1.30	1.42	1.52	7.0%
工商银行	11.79	9.65	8.25	7.66	-7.2%
平安银行	1.18	0.50	1.86	1.63	-12.4%
农业银行	13.64	9.19	9.99	8.42	-15.7%
常熟银行	0.01	0.00	0.22	0.18	-18.2%
招商银行	4.21	3.55	4.36	3.53	-19.0%
贵阳银行	0.24	0.28	0.25	0.19	-24.0%
北京银行	0.22	0.07	0.11	0.08	-27.3%
建设银行	4.81	3.05	4.44	2.80	-36.9%
浦发银行	0.37	0.31	0.08	0.05	-37.5%
民生银行	0.71	1.18	1.21	0.70	-42.1%
中信银行	0.57	0.43	0.28	0.14	-50.0%
南京银行	2.58	1.78	1.96	0.75	-61.7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

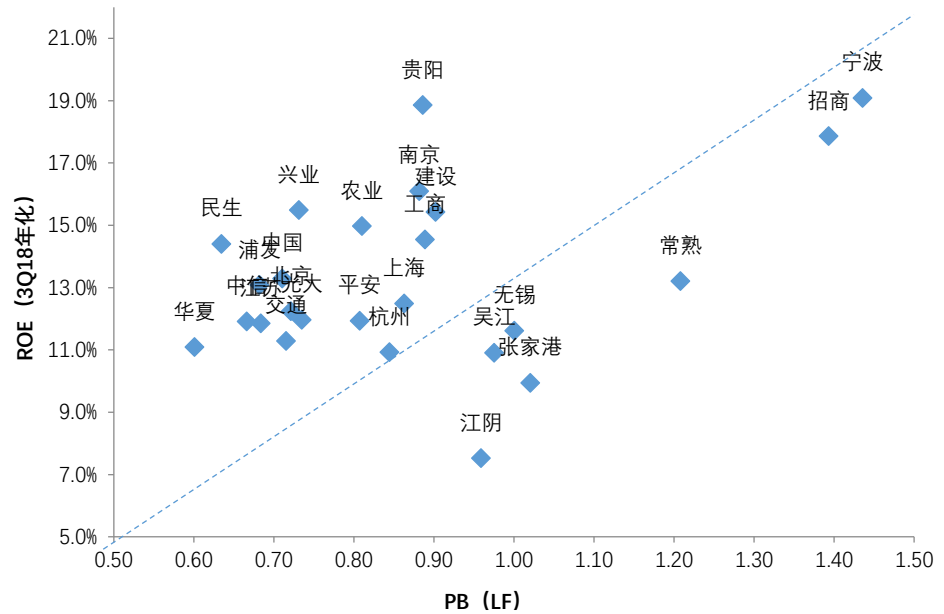
3. 投资建议：主推零售银行龙头平安、招行，关注低估值标的

稳信用政策逐步加码。自 18Q3 以来，政策逐步转向宽松，央行保持流动性合理充裕，市场利率走低。近期，证监会密集批复多家银行定增、可转债、优先股等再融资计划，平安银行更是在很短时间内完成了可转债发行。金委会协调银行多渠道补充资本，并推动尽快发行永续债补充资本。稳信用政策不断加码，后续或有进一步政策出台，有望对冲经济下行。

当前银行（中信）指数 PB (lf) 已跌至 0.83 倍的低位。4 季度市场持续较弱的情况下，机构重仓各板块比例变化也可反映出对银行股低估值高安全边际的认可，持有银行比例仅在历史中位水平，仍有一定空间。

个股方面，我们主推基本面好且受政策影响小以及 12 月回调较多的零售银行龙头-招行、平安，关注低估值优质股份行-光大、兴业等。

图 7：A 股上市银行 ROE vs PB（截至 1 月 23 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com