

银行

证券研究报告
2019年07月21日

从基金持仓看银行股：2Q19 持仓回升，攻守兼备

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

机构重仓银行比例止跌回升，防御价值凸显

4Q18 与 1Q19 两个季度连续下降，19Q2 止跌回升——截至 2Q19 重仓持股比例为 6.27%。19Q2 因中美贸易谈判出现波折令大盘大幅下跌，机构风险偏好迅速降低，叠加银行一季报整体业绩增长较好，双重因素导致机构调仓至银行板块。

从 17 年强监管以来，银行负债成本压力和资本约束成为影响估值提升的主要因素，但站在当前，我们认为息差收窄压力最大时期早已过去，A 股银行板块近年净利增速逐步回升、息差和不良持续向好之下，叠加近期社融高增昭示经济企稳或已不远，我们认为其 19 年业绩会更好。较之以往，目前机构重仓银行板块占比仅在历史中低位水平，未来提升空间较大。

银行板块攻守兼备

2Q19 机构持仓银行板块占比较 1Q19 上升较多。除去防御因素，银行板块一季报业绩增速靓丽，部分银行的中报业绩预告表明业绩改善的趋势在持续。因此在当前位置，我们认为银行板块明显处于估值洼地，叠加业绩持续改善，无论作为防御或进攻，均是较好的选择。

2Q19 机构重仓银行个股市值占比变化不大

2Q19 机构重仓银行个股市值占比前五家依次为招行、兴业银行、宁波银行、工商银行和平安银行（1Q19 为招行、兴业、宁波、平安、工行），较 Q1 变化不大。其中，重仓招行的市值占板块整体持仓市值比重为 37.8%，远高于第二位兴业银行的 13.1%。除兴业外，持仓前 5 位的均为业绩持续向好、监管影响较小的高 ROE 银行。

投资建议：业绩持续改善，攻守兼备

我们认为，市场经历 Q2 下跌回调后，未来或重拾升势。叠加银行业绩持续改善的情况下，银行板块估值未来提升空间较大，预计 19 年修复到 1 倍 PB，估值重构大势所趋。公募 2Q19 重仓银行板块比例仅为 6.27%，仍有较大提升空间。

银行股龙头（招行、宁波、平安）年初以来涨幅已不低，短期性价比有所下降，个股上可兼顾龙头及滞涨个股，如低估值、基本面较好的光大、工行、兴业等。平安银行作为智能化零售银行龙头，执行力强，金融科技实力雄厚，资源禀赋较好，未来看好，为我们中长期主推标的。

风险提示：经济下行超预期导致资产质量显著恶化；监管超预期。

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com
朱于啟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090006
zhuyutian@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业研究周报:股东股权排查是市场乱象整治重点》2019-07-14
- 《银行-行业点评:6月金融数据点评:新增贷款虽高,但信贷需求不强》2019-07-13
- 《银行-行业研究周报:信用卡业务增速放缓,逾期有所改善》2019-07-07

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-07-19	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000001.SZ	平安银行	13.99	买入	1.45	1.69	2.05	2.47	9.65	8.28	6.82	5.66
601166.SH	兴业银行	18.41	买入	2.92	3.33	3.85	4.31	6.30	5.53	4.78	4.27
601818.SH	光大银行	3.78	买入	0.64	0.70	0.76	0.84	5.91	5.40	4.97	4.50
601398.SH	工商银行	5.60	增持	0.84	0.88	0.94	1.01	6.67	6.36	5.96	5.54

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 公募 19Q2 银行板块重仓比例上升	3
1.1. 机构重仓银行比例 Q2 止跌回升，防御价值凸显	3
1.2. 2Q19 机构重仓银行市值占比环比上升明显	4
2. 机构偏好高 ROE 银行，平安银行持续获得增配	4
2.1. 2Q19 机构持仓靠前的银行仍为招行、兴业	4
2.2. 2Q19 机构对银行股的风险偏好下降	5
3. 投资建议：业绩持续改善，攻守兼备	7
4. 风险提示	8

图表目录

图 1：2Q19 机构重仓银行板块市值占比 6.27%	3
图 2：19Q2 银行板块涨幅排申万一级行业第三位（%）	3
图 3：19Q2 机构重仓银行板块市值占比环比上升较多（%）	4
图 4：19Q2 机构重仓银行个股前五家依次为招行、兴业、宁波、工商和平安银行	5
图 5：19Q2 机构重仓平安银行市值上升 1.6%，减持招行市值达 3.4%	5
图 6：各行 2018 年 ROE	6
图 7：上市银行 ROE vs PB(LF)（截至 19 年 7 月 19 日）	8
表 1：股票型、混合型基金重仓持有银行市值情况（1Q19 VS 2Q19）	6

1. 公募 19Q2 银行板块重仓比例上升

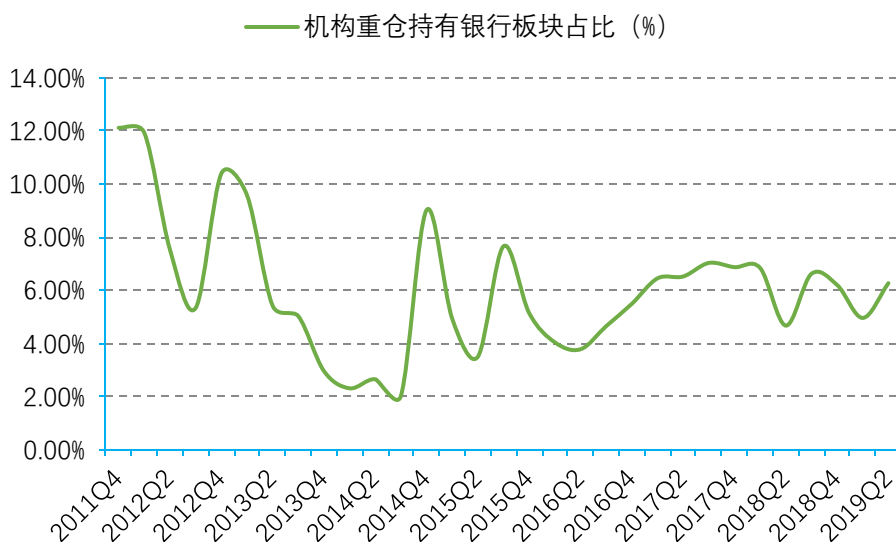
除 15 年牛市中后期外，因银行股投资者多为专业机构，13 年以来多数时期银行业指数走势与机构持仓比例呈较强的正相关性。截至 7 月 20 日，多数开放式基金已公布二季报，本篇报告主要根据偏股型及混合类公募基金（普通股票型基金、混合类基金）公布的重仓股票明细数据进行统计分析。

1.1. 机构重仓银行比例 Q2 止跌回升，防御价值凸显

主动型基金重仓银行板块占比 3Q18 达到 6.62%，为近期高点。4Q18 与 1Q19 两个季度连续下降，19Q2 止跌回升——截至 2Q19 重仓持股比例为 6.27%。19Q2 因中美贸易谈判出现波折令大盘大幅下跌，机构风险偏好迅速降低，叠加银行一季报整体业绩增长较好，双重因素导致机构调仓至银行板块。

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，板块业绩为三年来最好水平，估值水平或应有较大提升空间。2012 年以来，机构重仓银行板块比例的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%。

图 1：2Q19 机构重仓银行板块市值占比 6.27%

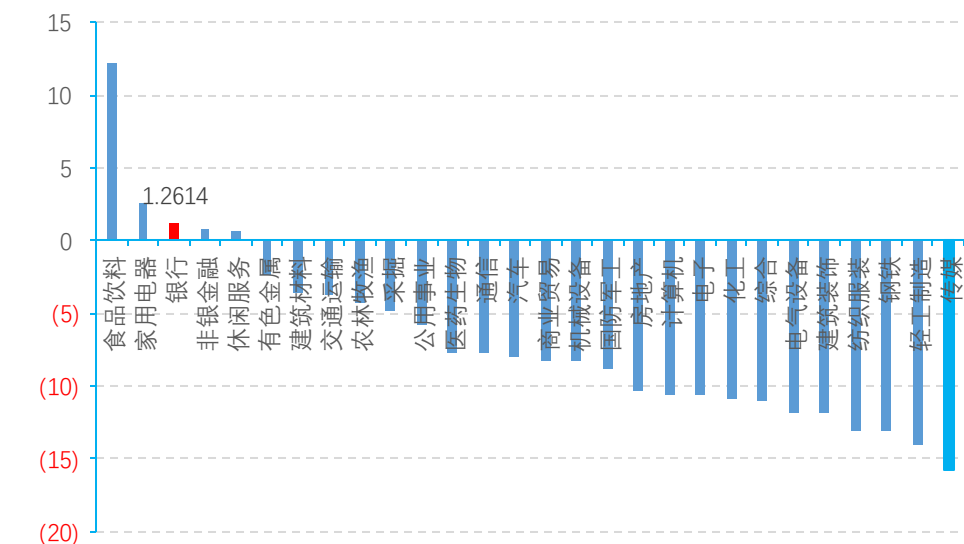


资料来源：iFinD，天风证券研究所

从 17 年强监管以来，银行负债成本压力和资本约束成为影响估值提升的主要因素，但站在当前，我们认为息差收窄压力最大时期早已过去，A 股银行板块近期营收和净利增速逐步回升、不良持续向好之下，叠加近期社融高增昭示经济企稳或已不远，我们认为其 19 年业绩会更好。较之以往，目前机构重仓银行板块占比仅在历史中低位水平，未来提升空间较大。

2Q19 银行板块涨幅靠前，防御价值凸显。19Q2 申万银行指数季度上涨 1.26%，排在申万一级行业第三位。涨幅第一、第二位为食品饮料及家用电器，同样为防御风格。19Q1 上涨较多的成长类行业在 Q2 回撤较多，比如计算机、电子、传媒等。

图 2：19Q2 银行板块涨幅排申万一级行业第三位 (%)

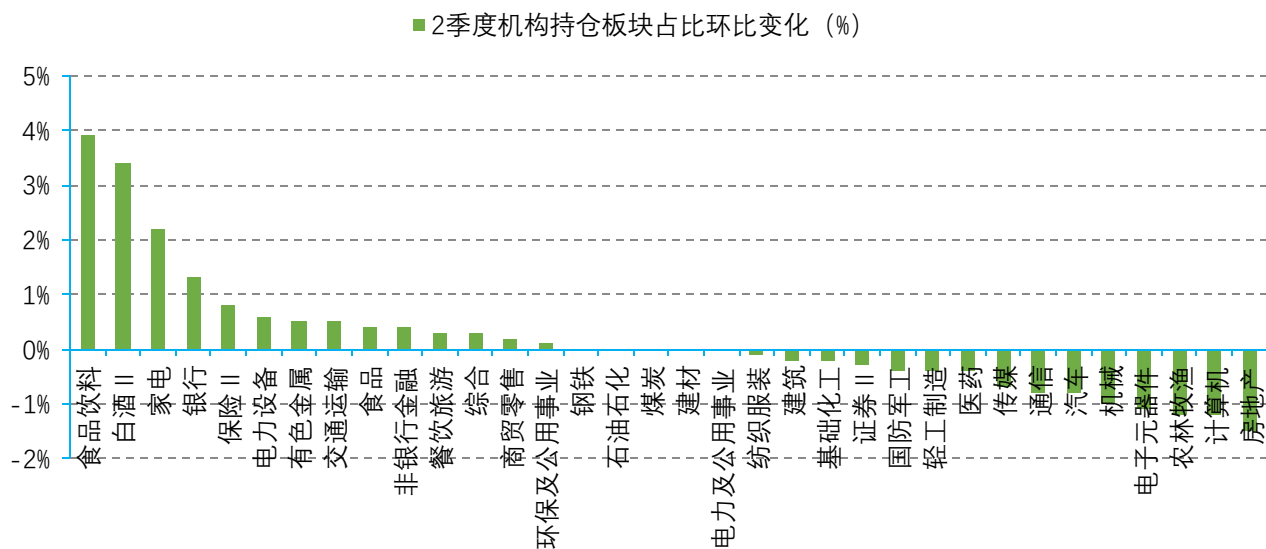


资料来源: iFinD, 天风证券研究所

1.2. 2Q19 机构重仓银行市值占比环比上升明显

2Q19 机构重仓银行市值环比升幅靠前。2Q19 机构重仓银行市值占比环比上升 1.31 个百分点, 升幅靠前。不同于 16-17 年, 市场持续偏好低估值、业绩确定性高的蓝筹股。伴随牛确定到来的 1Q19, 我们看到计算机、电子、非银金融板块大幅领涨, 背后也对应着机构大幅加仓这些成长类和顺周期的行业。

图 3: 19Q2 机构重仓银行板块市值占比环比上升较多 (%)



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

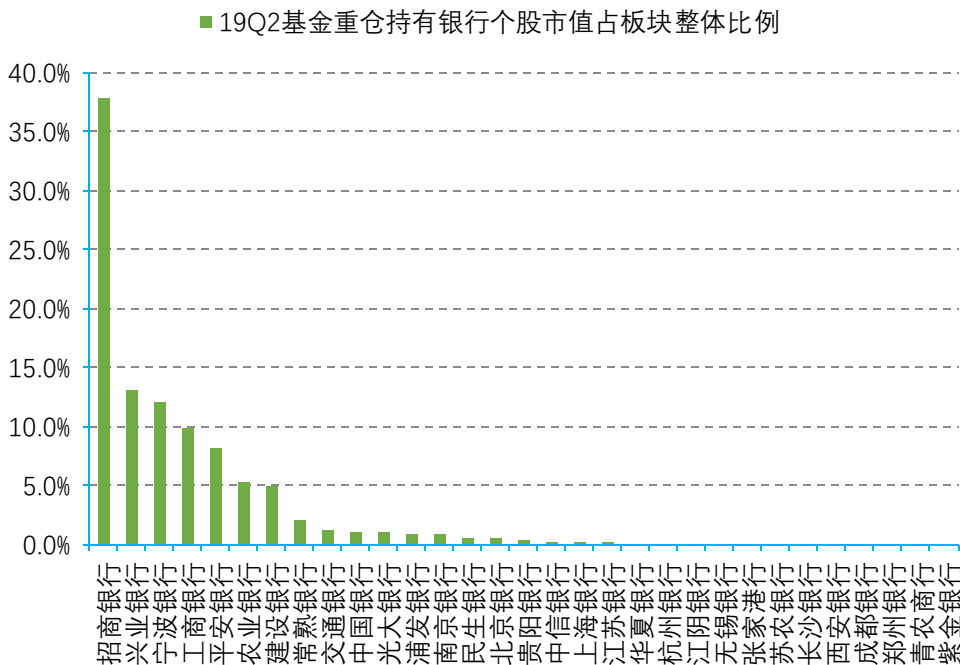
银行板块攻守兼备。2Q19 机构持仓银行板块占比较 1Q19 上升较多。除去防御因素, 银行板块一季报业绩增速靓丽, 部分银行的中报业绩预告表明业绩改善的趋势在持续。因此当前位置, 我们认为银行板块明显处于估值洼地, 叠加业绩持续改善, 无论作为防御或进攻, 均是较好的选择。

2. 机构偏好高 ROE 银行, 平安银行持续获得增配

2.1. 2Q19 机构持仓靠前的银行仍为招行、兴业

2Q19 机构重仓银行个股占比前五家依次为招行、兴业银行、宁波银行、工商银行和平安银行（1Q19 为招行、兴业、宁波、平安、工行），较 Q1 变化不大。其中，重仓招行的市值占板块整体持仓市值比重为 37.8%，远高于第二位兴业银行的 13.1%。除兴业外，持仓前 5 位的均为业绩持续向好、监管影响较小的高 ROE 银行；兴业银行主要是受益于流动性宽松，息差明显改善。

图 4：19Q2 机构重仓银行个股前五家依次为招行、兴业、宁波、工商和平安银行

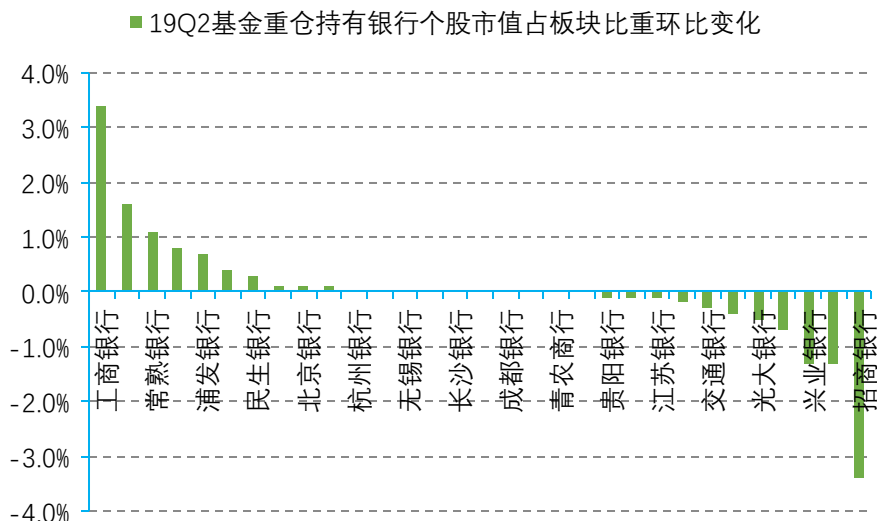


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 2Q19 机构对银行股的风险偏好下降

从机构持仓银行个股市值的季度变化看出机构风险偏好明显下降。工行、建行、中行均获增持——仓位提升最高的为工商银行，持仓环比上升 3.4%，除防御逻辑外，与工行一季报业绩增速靓丽也有关；而在 1Q19 工行仓位环比下降最多，高达 7.8%。建行和中行持仓占比环比分别上升 0.8%、0.4%，而其在 1Q19 仓位环比分别下降 2.2%、1.2%。

图 5：19Q2 机构重仓平安银行市值上升 1.6%，减持招行市值达 3.4%

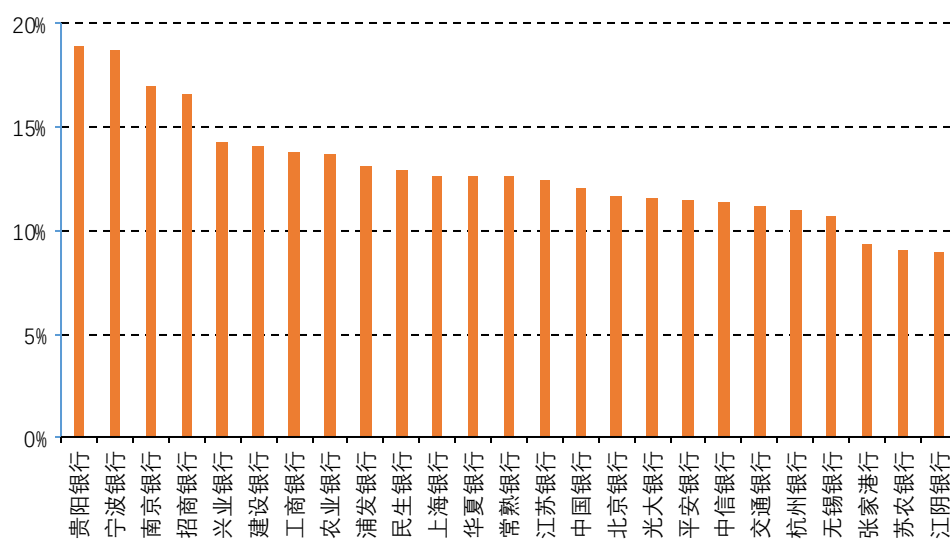


资料来源：iFinD，天风证券研究所

招商银行机构持仓占比降幅最大。招商银行持仓占比环比下降 3.4%，降幅为银行之最，主要是受“美国法庭传票”事件影响；兴业银行持仓占比环比下降 1.3%，兴业与招行在 19Q1 为持仓环比上升最多的两家银行——反映出机构风险偏好迅速降低。

平安银行 19Q2 持仓占比继续上升。2 季末机构持有平安银行市值较 1Q19 上升 72.6%，持仓占比环比上升 1.6%，增配明显。从公司一季报情况来看，平安银行受益于市场利率低位等，息差有望进一步提升；资产质量或持续改善；零售转型推进，逐步成为新标杆，ROE 上行。能在 19Q1 和 19Q2 两个市场风格极端相反的市场环境中持续获得增持，或反映出机构对平安银行零售新龙头的逐渐认可。

图 6：各行 2018 年 ROE



资料来源：公司财报，天风证券研究所

2Q19 大部分银行机构持仓市值均上升。从机构持仓市值角度来看，2 季末机构重仓银行板块市值总计约 454.4 亿，环比上升 38%。个股情况分化较大，招行和兴业虽持仓占比环比下降，但持仓市值仍在上升。五大行的机构持仓市值均有不同幅度上升。除次新股外，只有光大、贵阳、上海、苏农银行机构持仓市值在 Q2 有所下降。

从涨幅来看，2Q19 涨幅排名前五的银行依次为宁波银行、平安银行、建设银行、浦发银行、招商银行，排名与增仓市值或增仓比例较匹配。

表 1：股票型、混合型基金重仓持有银行市值情况（1Q19 VS 2Q19）

	19Q2 重仓 持股（亿 元）	19Q2 持仓 占板块比 重	19Q1 重仓 持股（亿 元）	19Q1 持仓 占板块比 重	19Q2 环比 变化	19Q2 各行 涨跌幅（%）
招商银行	171.66	37.8%	135.53	41.2%	-3.4%	6.07
兴业银行	59.61	13.1%	47.27	14.4%	-1.3%	4.56
宁波银行	54.73	12.0%	39.13	11.9%	0.1%	14.12
工商银行	45.04	9.9%	21.49	6.5%	3.4%	5.75
平安银行	37.46	8.2%	21.70	6.6%	1.6%	8.62
农业银行	23.86	5.3%	18.74	5.7%	-0.4%	1.01
建设银行	22.66	5.0%	13.65	4.2%	0.8%	7.05
常熟银行	9.27	2.0%	3.03	0.9%	1.1%	5.6
交通银行	5.33	1.2%	4.97	1.5%	-0.3%	-1.92
中国银行	5.10	1.1%	2.35	0.7%	0.4%	4.03

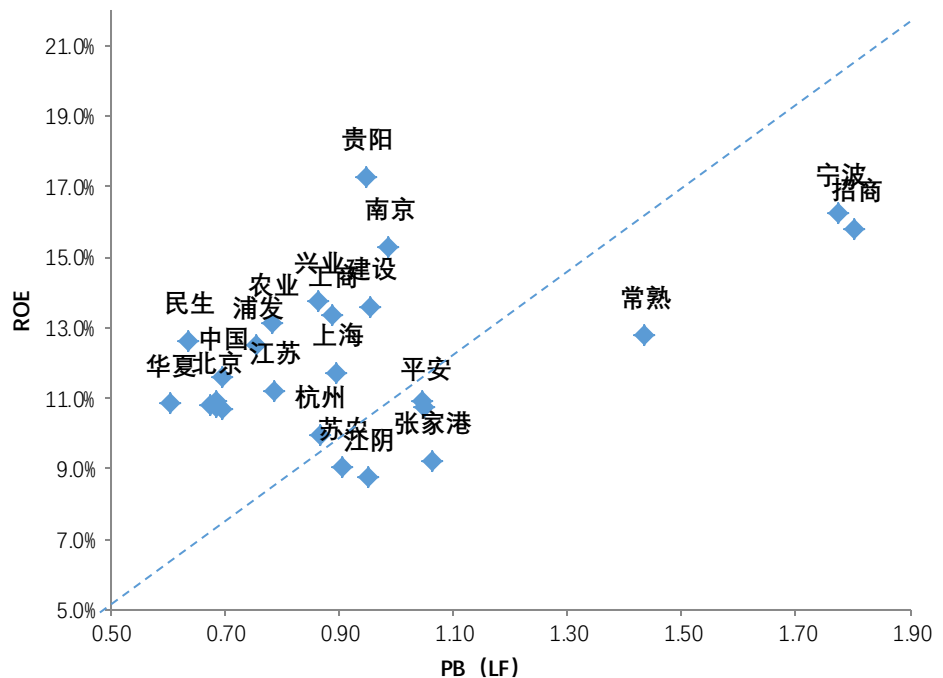
光大银行	4.84	1.1%	5.30	1.6%	-0.5%	-3.22
浦发银行	3.92	0.9%	0.74	0.2%	0.7%	6.76
南京银行	3.77	0.8%	6.91	2.1%	-1.3%	4.42
民生银行	2.24	0.5%	0.72	0.2%	0.3%	0.16
北京银行	2.07	0.5%	1.22	0.4%	0.1%	-4.68
贵阳银行	1.26	0.3%	1.45	0.4%	-0.1%	-4.24
中信银行	0.45	0.1%	0.08	0.0%	0.1%	-5.09
上海银行	0.29	0.1%	0.77	0.2%	-0.1%	-1.09
江苏银行	0.51	0.1%	0.73	0.2%	-0.1%	1.82
华夏银行	0.06	0.0%	2.21	0.7%	-0.7%	-6.67
杭州银行	0.14	0.0%	0.04	0.0%	0.0%	-3.25
江阴银行	0.00	0.0%	0.00	0.0%	0.0%	-10.74
无锡银行	0.00	0.0%	0.00	0.0%	0.0%	-10.73
张家港行	0.12	0.0%	0.00	0.0%	0.0%	-16.15
苏农银行	0.00	0.0%	0.78	0.2%	-0.2%	-17.78
长沙银行	0.00	0.0%	0.00	0.0%	0.0%	-12.88
西安银行	0.00	0.0%	0.01	0.0%	0.0%	-30.09
成都银行	0.05	0.0%	0.07	0.0%	0.0%	-1.34
郑州银行	0.00	0.0%	0.00	0.0%	0.0%	-12.96
青农商行	0.00	0.0%	0.04	0.0%	0.0%	-1.36
紫金银行	0.00	0.0%	0.00	0.0%	0.0%	-15.3
总计市值	454.39		328.81			

资料来源：iFinD，天风证券研究所

3. 投资建议：业绩持续改善，攻守兼备

我们认为，市场经历 Q2 下跌回调后，未来或重拾升势。叠加银行业绩持续改善的情况下，银行板块估值未来提升空间较大，预计 19 年修复到 1 倍 PB，估值重构大势所趋。公募 2Q19 重仓银行板块比例仅为 6.27%，仍有较大提升空间。

图 7：上市银行 ROE vs PB(LF) (截至 19 年 7 月 19 日)



资料来源：iFinD，天风证券研究所

社融增速走高，经济企稳有望，支撑银行板块估值修复。6月社融2.26万亿，由于18年6月表外融资大降6914亿，社融仅1.49万亿，低基数使得社融增速环比升至10.9%。由于18年7月社融仅1.23万亿，基数低，我们预计7月社融增速将超11%，达到年内高点。一般而言，社融增速领先名义GDP增速1-2个季度，名义GDP增速或将企稳。

银行股龙头（招行、宁波、平安）年初以来涨幅已不低，短期性价比有所下降，个股上可兼顾龙头及滞涨个股，如低估值、基本面较好的光大、工行、兴业等。平安银行作为智能化零售银行龙头，执行力强，金融科技实力雄厚，资源禀赋较好，未来看好，为我们中长期主推标的。

平安银行：智能化零售转型龙头。中长期来看，零售业务规模与招行仍相距甚远，提升空间巨大。依托平安集团客户及流量入口，充分拥抱 Fintech 的大趋势，有望成长为智能化零售银行龙头。19 年来看，受益于较低的市场利率，缓解负债压力，1H19 净息差有望上行；由于过往数年信贷结构的大幅调整，资产质量有望明显改善，带来较大的业绩弹性。

兴业银行：低估值的拐点标的。我们认为，兴业以同业为特色，前几年受强监管高市场利率影响较大，估值受压制明显。随着监管缓和，政策宽松，兴业将大幅受益，估值压制因素缓解。此外，兴业市场化程度高，具备长期竞争力；短期受益于市场利率低位，负债成本率有进一步下行空间；风控历来较严格，资产质量压力或不大。

光大银行：低估值滞涨且基本面显著改善之标的。极低估值（0.65 倍 19 年 PB）以及年初至今涨幅仅 10.5%，构筑高安全边际。1Q19 营收增速 33.5%，拨备前利润增速 36.8%，业绩改善显著。经济企稳打开估值上行之空间。

工商银行：低估值且年初至今涨幅小，防御逻辑。混业经营大趋势中可能受益的标的，且货币政策微调基本面逻辑上利好大行。

4. 风险提示

经济下行超预期导致资产质量显著恶化；监管超预期。

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