

# 板块持仓保持稳定 增配业绩向好个股

## ——银行行业专题报告

强于大市（维持）

日期：2019年01月23日

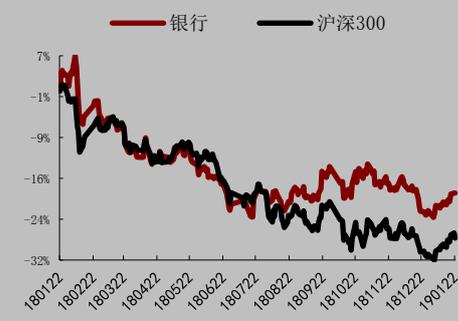
### 投资要点：

- **四季度基金持仓特点分析：**四季度银行板块的配置比例6.55%，居各行业首位，配置比例较三季度环比下降0.11个百分点。板块方面，国有大行获得增持，股份行净减持。个股看，兴业银行、交通银行、光大银行获得明显增持。
- **四季度银行板块配置思路：**四季度银行板块的整体估值在2018年的PB 0.9倍附近徘徊。基金增持的多为业绩超预期或者业绩改善的个股，如兴业银行、交通银行和光大银行。不过这些银行本身的估值在整个板块或者子板块中也处于相对较低的水平。2018年四季度银行板块息差的持续上升幅度存在分歧，资产质量方面虽然预期向好，但是受制于经济增长放缓的预期，改善的持续性也有待观察。虽然相对估值不高，但是并没有估值进一步提升的催化剂，因此板块对资金的吸引力有限。
- **行业核心观点：**截至目前，公布业绩快报的各家银行业绩增长保持稳定，也基本复合预期。资产质量持续改善的同时，4季度拨备的计提力度也有所加大。2018年年末，银行指数受各种传言的利空因素影响，回调5.5%左右。年初以来，板块总体反弹3.5%。在流动性持续充裕的预期下，板块估值向下的空间不大。未来仍需关注政策对冲下的经济基本面演变，以及市场流动性的变化。
- **投资策略：**银行板块目前的估值处于历史较低水平，基本隐含了对经济前景、资产质量的悲观预期。预计目前已经推出的宽信用政策效果显现在2019年一季度末或者二季度初，有望驱动银行板块估值上行。因此，我们维持板块强于大势的投资评级，重点推荐国有大行、招商银行和宁波银行。
- **风险因素：**行业监管超预期、资产质量下滑超预期、市场下跌出现系统性风险

### 盈利预测和投资评级

股票简称	18B	19B	19PB	评级
工商银行	6.33	6.94	0.78	增持
建设银行	7.66	8.45	0.79	增持
招商银行	19.87	22.18	1.22	增持
宁波银行	12.57	13.86	1.22	增持
常熟银行	5.30	5.89	1.06	增持
上海银行	13.87	15.95	0.71	增持

### 银行行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年01月22日

### 相关研究

万联证券研究所 20190121\_行业周观点

\_AAA\_2018年4季度拨备计提加大

万联证券研究所 20190117\_公司调研简报\_AAA\_理财子公司推进居行业前列

万联证券研究所 20190115\_行业动态跟踪\_AAA\_票据融资活跃 短端利率仍有下行空间

分析师：郭懿

执业证书编号：S0270518040001

电话：010-66060126

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

## 目录

1、银行板块四季度基金持仓特点分析.....	3
2、四季度银行板块的配置思路.....	4
3、等待银行板块估值提升的条件出现.....	5
图表 1：银行板块配置趋势图.....	3
图表 2：子板块配置比例变动图.....	3
图表 3：四季度子板块增减仓变动.....	4
图表 4：银行板块估值.....	5
图表 5：对公贷款不良率对比.....	6
图表 6：贷款平均利率上浮水平.....	6

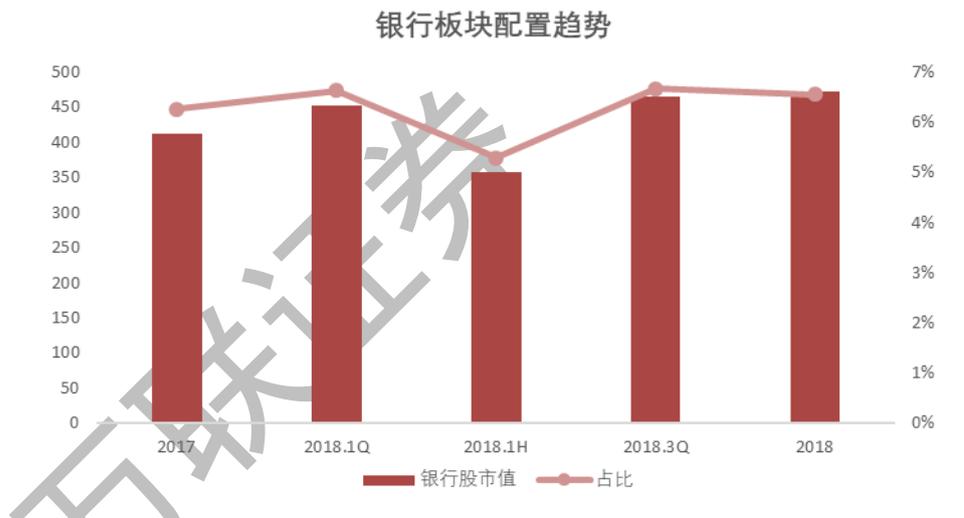
万联证券

## 1、银行板块四季度基金持仓特点分析

我们统计了股票型基金银行板块的配置情况，主要呈现以下特点：

第一，四季度银行板块的配置比例6.55%，居各行业首位，配置比例较三季度环比下降0.11个百分点，下滑幅度不大。但是从历史数据看，仍处于低配状态。

图表1：银行板块配置趋势图



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

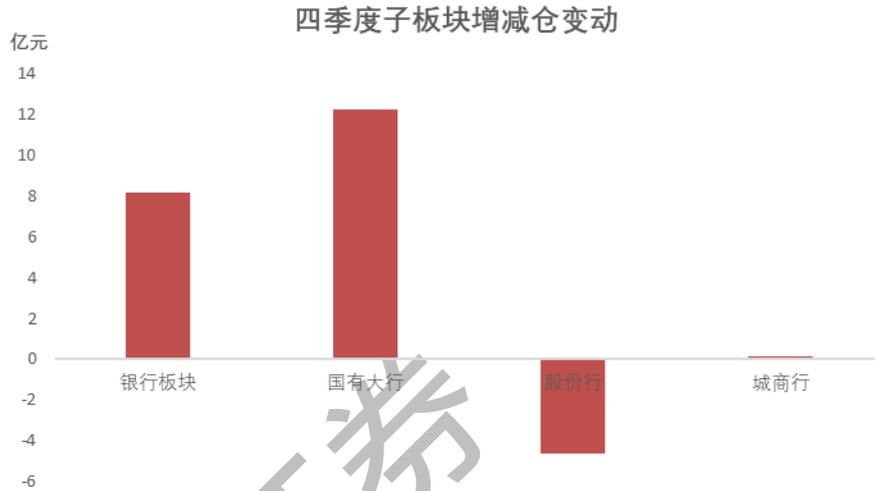
第二，从子板块的角度看，四季度各子板块增减仓略有差异，增仓主要是国有大行，增仓占比149%，而减仓主要是股份行，减仓占比57%。由于国有大行增仓规模较大，因此占总持仓比重上升2个百分点，而被减仓的股份行，占比则下降2.1个百分点。

图表2：子板块配置比例变动图



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

图表3：四季度子板块增减仓变动



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

第三，从个股的角度看，持仓前10名的公司分别为招商银行、兴业银行、农业银行、交通银行、民生银行、工商银行、浦发银行、平安银行、建设银行、中国银行，变动不大。从增仓规模的角度看，增仓最多的仍是兴业银行，其次是交通银行、光大银行、农业银行、宁波银行。招商银行、民生银行、平安银行、建设银行以及南京银行被减仓。而从增仓的比例看，光大银行、宁波银行、华夏银行、中信银行、兴业银行和交通银行均超过了10%，除了低基数效应外，光大银行确实是处于大举增仓行列。国有大行中交通银行和农业银行的增仓较多，股份行中兴业银行和光大银行的则增仓规模较大。

## 2、四季度银行板块的配置思路

四季度银行板块的整体估值在2018年的PB 0.9倍附近徘徊。基金增持的多为业绩超预期或者业绩改善的个股，如兴业银行、交通银行和光大银行。不过这些银行本身的估值在整个板块或者子板块中也处于相对较低的水平。

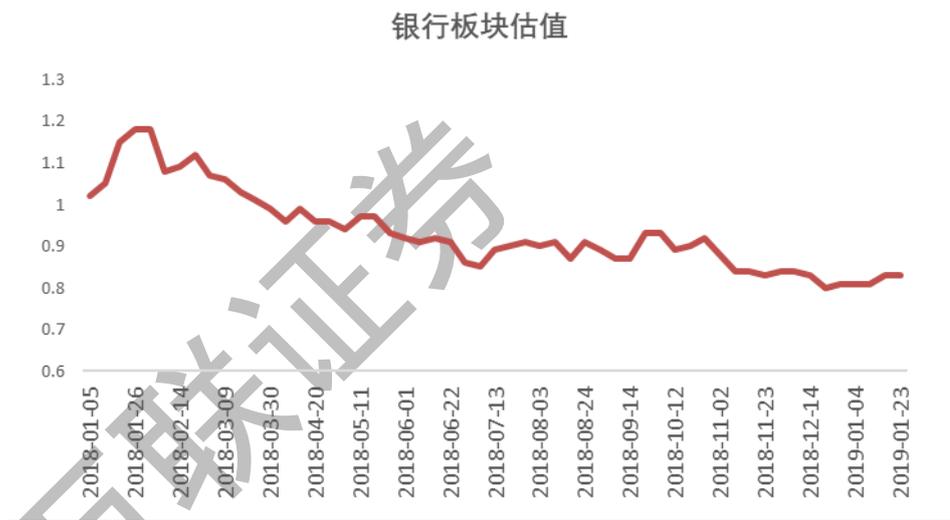
2018年四季度银行板块息差的持续上升幅度存在分歧，资产质量方面虽然预期向好，但是受制于经济增长放缓的预期，改善的持续性也有待观察。虽然相对估值不高，但是并没有估值进一步提升的催化剂，因此板块对资金的吸引力有限。

回顾我们三季度持仓报告中的观点，截至10月26日，中信银行指数从7月初底部已经上涨13%。短期内，受政策性利好因素，市场整体风险偏好上升，部分小银行的涨幅接近30%。从估值看，板块平均PB估值从0.83倍修复到0.91倍。板块估值已经上升了10%。展望2019年，市场普遍对息差有下行预期，主要是资产端定价有走低的概率以及存款成本的刚性因素。资产质量方面，主要是考虑到明年宏观经济面具有较多的不确定性。市场整体对板块基本面有偏负面预期。

### 3、等待银行板块估值提升的条件出现

截至目前，公布业绩快报的各家银行业绩增长保持稳定，也基本复合预期。资产质量持续改善的同时，4季度拨备的计提力度也有所加大。2018年年末，银行指数受各种传言的利空因素影响，回调5.5%左右。年初以来，板块总体反弹3.5%。

图表4：银行板块估值



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

展望 2019 年，短期经济增速仍面临下行压力，而预计在 2019 年下半年经济增速下行的斜率会放缓。经济下行期，资产质量问题又成为市场对银行板块投资最重要的评判因素。针对资产质量问题，目前市场普遍认为风险点集中在过去几年杠杆上升较快的政府部门和居民部门。从上市银行的信贷数据看，过去几年贷款新增主要来自于与地方政府相关的基建类贷款、房地产相关贷款以及居民相关的零售贷款（主要以按揭为主），而制造业贷款和批发零售贷款则持续被压降。从相应行业不良率的变动情况看，制造业和批发零售业的不良率已经高于 2008 年的水平，房地产相关贷款、基建类贷款以及个人贷款的不良率也已经接近 2008-2009 年的水平。在政府财政压力不断上升以及房地产开发商现金流存在进一步恶化的情况下，明年这些传统低风险或者相对低风险的贷款的不良率有进一步上升的可能。相应，银行的信用成本也将上升。

图表 5：对公贷款不良率对比



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

息差方面，2018 年由于表外融资受阻、信用收缩以及信用的风险上升，使得表内贷款的平均上浮比例年化值已经创出了十年新高。虽然三季度，平均贷款上浮比例有所下降，但是在美国加息周期的大背景下，国内融资渠道短期内无法有效拓宽的情况下，即便融资需求下降，融资利率下行的空间不大，持续时间也不会太长。负债成本方面，存款增长仍是主要决定因素。2018 年存款定期化趋势和表内化趋势明显，对公存款的增速快速下降，除了受政策影响外，企业信用扩张放缓是主因。因此，存款成本易升难降。

图表 6：贷款平均利率上浮水平



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

投资策略上，银行板块目前的估值处于历史较低水平，基本隐含了对经济前景、资产质量的悲观预期。预计目前已经推出的宽信用政策效果显现在2019年一季度末或

者二季度初，有望驱动银行板块估值上行。因此，我们维持板块强于大势的投资评级，重点推荐国有大行、招商银行和宁波银行。

银行业重点上市公司估值情况一览表  
(数据截止日期: 2019年01月17日)

证券代码	公司简称	每股净资产			收盘价	市净率			投资评级
		17A	18E	19E		17A	18E	19E	
601398.SH	工商银行	5.73	6.33	6.94	5.39	0.94	0.85	0.78	增持
601939.SH	建设银行	6.86	7.66	8.45	6.64	0.97	0.87	0.79	增持
600036.SH	招商银行	17.69	19.87	22.18	27.10	1.53	1.36	1.22	增持
002142.SZ	宁波银行	10.31	12.57	13.86	16.85	1.63	1.34	1.22	增持
601128.SH	常熟银行	4.71	5.30	5.89	6.26	1.33	1.18	1.06	增持
601229.SH	上海银行	16.27	13.87	15.95	11.30	0.69	0.81	0.71	增持

资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场