

预计二季度板块获净增持

——银行业专题报告

强于大市（维持）

日期：2019年04月24日

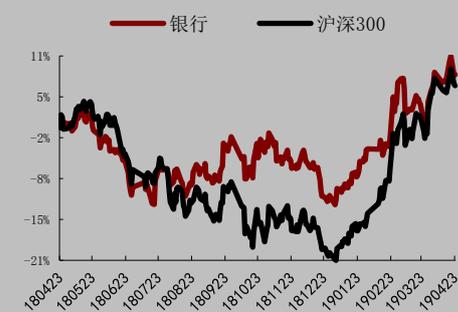
投资要点：

- **一季度基金持仓特点分析：**一季度银行板块的配置比例5.18%，居各行业排名第三，配置比例较四季度环比下降1.37个百分点，下滑幅度较大。板块方面，股份行获净增持，国有大行净减持，股份行持仓占比达到70%。个股看，招商银行和兴业银行获得明显增持，农业银行、交通银行、民生银行和工商银行被大幅减仓。
- **一季度银行板块配置思路：**2019年一季度受流动性预期改善以及风险偏好提升影响，市场整体迎来了估值修复行情。银行板块整体估值从2018年的PB 0.8倍修复到0.9倍。而板块持仓净减少，与短期市场的配置需求变动有关。基金净增持的对象看，仍选择了基本面过硬的招商银行和业绩改善估值低的兴业银行。说明在配置上仍以确定在经济预期增长的不确定性背景下，银行资产质量的变动趋势，始终是投资者关心的重要问题，加之板块的弹性较低，整个板块对资金的吸引力有限。
- **板块目前现状：**由于受一季度经济相关数据以及金融数据的提振，银行板块在4月初迎来了一轮补涨行情，板块估值进一步修复，当前板块估值达到PB 0.91倍。国有大行基本回到了2018年4月政策收紧前的水平，而部分优质股份行和城商行的股价已经创出了历史新高。资金对“核心资产”的追逐，将加剧强者恒强的态势演绎。
- **投资策略：**受3月经济数据以及金融数据的提振，板块估值略有回升，但是市场分歧也较大。虽然银行板块一季度业绩的确定性较高，以及不可忽略的中长期资金的持续流入预期，但是仍受到经济增长改善的持续性，流动性是否会边际收紧等因素的扰动。我们判断货币政策并未转向，经济增长在二三季度保持向上趋势，因此，综合考虑到今年以来银行板块涨幅较少，且估值相对低位，预计二季度板块保持相对优势，将获得一定的增持，特别是部分处于估值低位的国有大行。
- **风险因素：**整体经济走势出现大幅下滑

盈利预测和投资评级

股票简称	18B	19B	19PB	评级
工商银行	6.30	6.97	0.86	增持
建设银行	7.59	8.31	0.92	增持
招商银行	20.07	22.63	1.59	增持
宁波银行	12.57	13.86	1.69	增持
常熟银行	5.30	5.89	1.41	增持
上海银行	13.87	15.95	0.80	增持

银行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年04月23日

相关研究

万联证券研究所 20190422_银行业周观点_AAA_

短期板块保持相对收益

万联证券研究所 20190415_银行业动态跟踪

_AAA_总规模保持稳定 产品久期有所拉长

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、银行板块一季度基金持仓特点分析	3
2、一季度银行板块的配置思路	5
3、市场有分歧，板块具有相对优势	6
4、不良认定趋严，房地产相关贷款增加较多	7
5、预判货币政策短期不会转向，4月M1增速有望继续回升	10
6、风险提示	13
图表 1：一季度银行板块配置占比下滑 1.37 个百分点	3
图表 2：一季度股份行持仓占比上升近 8 个百分点达到 70%	3
图表 3：一季度子板块增减仓变动	4
图表 4：一季度持仓排名前十个股增减仓幅度	4
图表 5：一季度银行板块估值 PB 从 0.8 倍修复到 0.9 倍	5
图表 6：3 月社融存量增速反弹至 10.6%	6
图表 7：一季度社融新增占全年预期新增总额的比例接近 40%	6
图表 8：年初以来各板块涨幅	7
图表 9：多数银行不良认定趋严	7
图表 10：各行业不良率与商业银行整体不良率对比	8
图表 11：各家银行高风险行业贷款占比	8
图表 12：房地产开工和销售面积同比变动	9
图表 13：按揭贷款投放及增速	9
图表 14：2018 年土地购置费累计同比增长 57%	10
图表 15：首套房贷平均利率下行	10
图表 16：2018 年二季度新增社融结构	11
图表 17：4 月 M1 增速有望继续回升	11
图表 18：2018 年活期存款平均余额增速	12
图表 19：2018 年末活期存款占比	12
图表 20：付息负债成本率 2018 年末较 2018 年中期变动	13
图表 21：同业存单周发行总额及票面利率	13

1、银行板块一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：

第一，一季度银行板块的配置比例5.18%，居各行业排名第三，配置比例较四季度环比下降1.37个百分点，下滑幅度较大。

图表 1：一季度银行板块配置占比下滑 1.37 个百分点



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

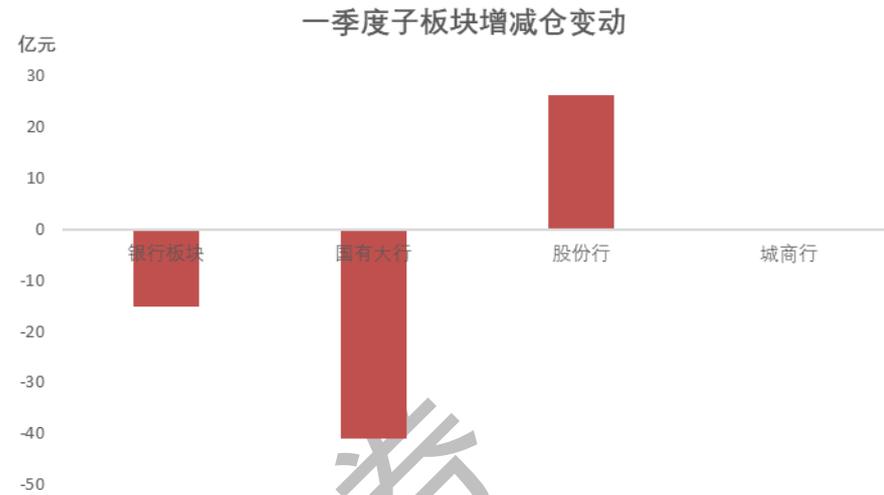
第二，从子板块的角度看，增减仓的情况与2018年四季度正好相反。增仓主要是股份行，减仓主要是国有大行，对城商行的持仓则保持基本稳定。由于总体持仓是净减少的，而股份行又是净增仓状态，因此，股份行持仓占比上升幅度较大，近8个百分点，达到70%的水平。

图表 2：一季度股份行持仓占比上升近8个百分点达到70%



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

图表 3：一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、浦发银行、工商银行、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，增仓最多的是招商银行和兴业银行，较2018年四季度增仓25%和18%。农业银行、交通银行、民生银行和工商银行被大幅减仓，减仓比例分别为30%、25%、30%和35%。

图表 4：一季度持仓排名前十个股增减仓幅度

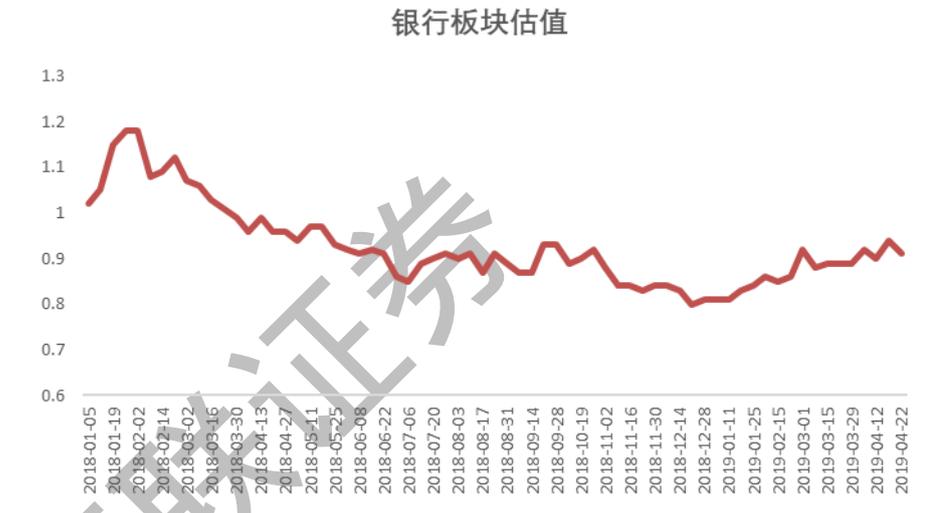


资料来源：万得资讯，万联证券研究所

2、一季度银行板块的配置思路

2019年一季度受流动性预期改善以及风险偏好提升影响，市场整体迎来了估值修复行情。银行板块整体估值从2018年的PB 0.8倍修复到0.9倍。

图表 5：一季度银行板块估值 PB 从 0.8 倍修复到 0.9 倍



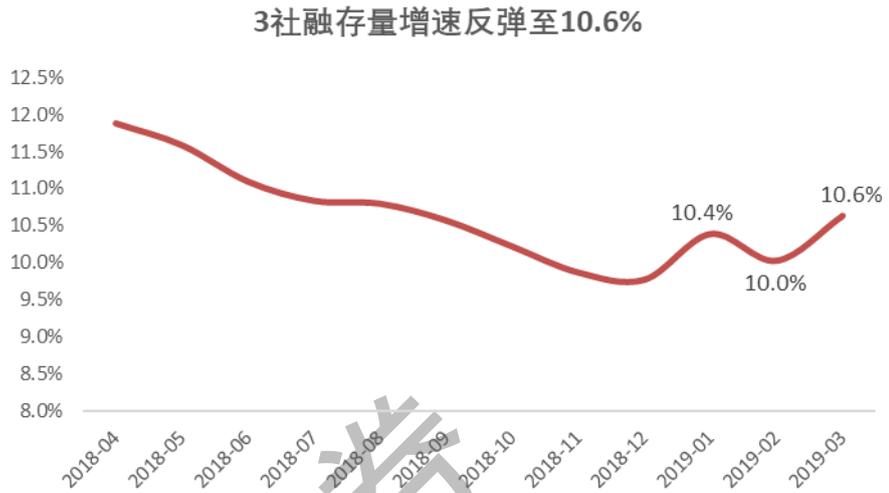
资料来源：万得资讯，万联证券研究所

而板块持仓净减少，与短期市场的配置需求变动有关。基金净增持的对象看，仍选择了基本面过硬的招商银行和业绩改善估值低的兴业银行。说明在配置上仍以确定在经济预期增长的不确定性背景下，银行资产质量的变动趋势，始终是投资者关心的重要问题，加之板块的弹性较低，整个板块对资金的吸引力有限。

回顾我们2018年四季度持仓报告中的观点，截至1月24日，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%。展望2019年，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，银行的信用成本预计将上升，息差方面板块整体有2-4BP的收窄预期。不过，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。

由于受一季度经济相关数据以及金融数据的提振，银行板块在4月初迎来了一轮补涨行情，板块估值进一步修复，当前板块估值达到PB 0.91倍。国有大行基本回到了2018年4月政策收紧前的水平，而部分优质股份行的股价已经创出了历史新高。资金对“核心资产”的追逐，将加剧强者恒强的态势演绎。

图表 6: 3 月社融存量增速反弹至 10.6%

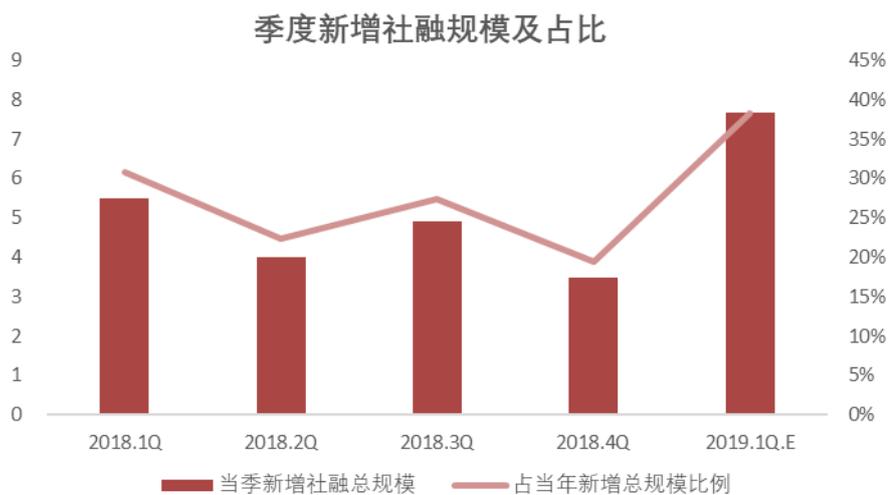


资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

3、市场有分歧，板块具有相对优势

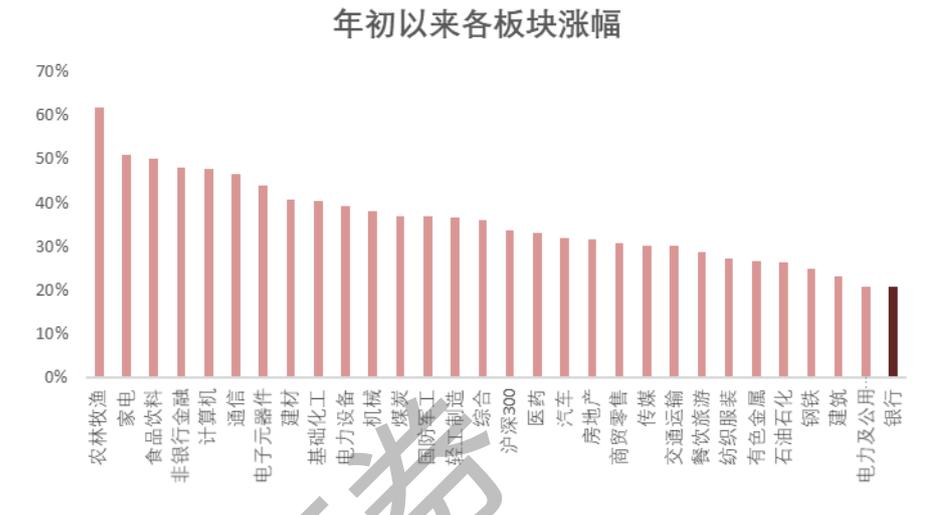
受3月经济数据以及金融数据的提振，板块估值略有回升，但是市场分歧也较大。虽然银行板块一季度业绩的确定性较高，以及不可忽略的中长期资金的持续流入预期，但是仍受到经济增长改善的持续性，流动性是否会边际收紧等因素的扰动，我们判断货币政策并未转向，经济增长在二三季度保持向上趋势，因此，综合考虑到今年以来银行板块涨幅较少，且估值低位，预计二季度板块具有相对优势，板块将获得一定的增持，特别是部分处于估值低位的国有大行。

图表 7: 一季度社融新增占全年预期新增总额的比例接近 40%



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表 8：年初以来各板块涨幅



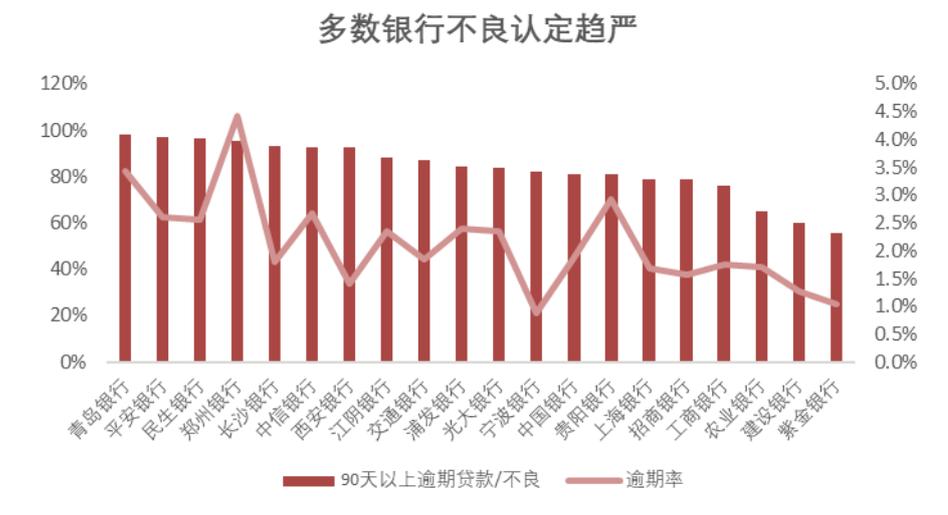
资料来源：万得资讯，万联证券研究所

4、不良认定趋严，房地产相关贷款增加较多

从已经公布的上市银行年报数据看，五大行的资产质量保持稳定，部分股份行不良实现了双降，比如招商银行和浦发银行。

从不良认定角度看，总体进一步趋严。部分银行 90 天以上逾期贷款/不良比例已经在 2018 年末降到 100% 以内，即全部纳入不良，这其中包括交通银行、平安银行、中信银行、民生银行和光大银行。而从逾期贷款占比数据看，大行除了建设银行外，保持在 1.8% 左右的水平，建设银行为 1.27%。股份行中除招商银行为 1.58% 外，其他行保持在 2.5% 左右的水平。不过从逾期贷款的结构看，部分银行逾期 90 天以内的贷款余额较年初上升，其中上海银行、光大银行、宁波银行的同比增幅超过了 40%。

图表 9：多数银行不良认定趋严



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

从对公贷款和零售贷款的结构看，对公贷款方面除了传统制造业和批发零售业外，近三年新增较多的传统低风险行业贷款不良贷款额也增加较多，其中以电力和水利公

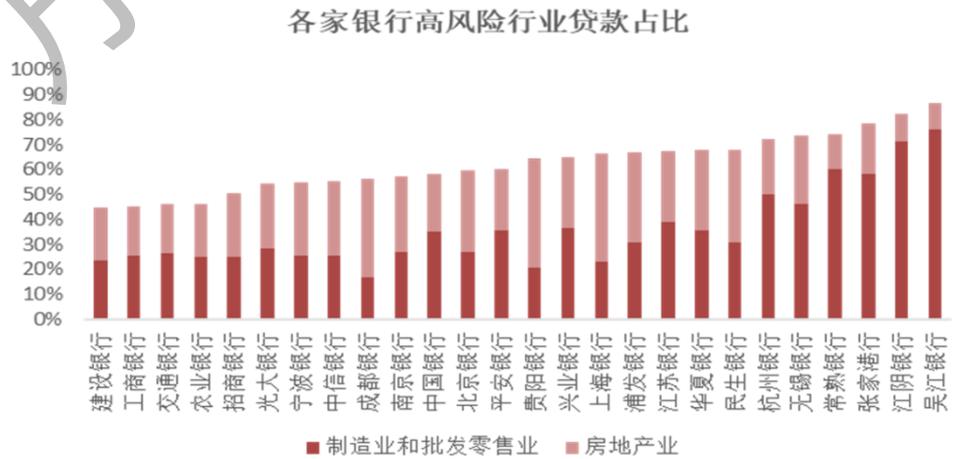
用事业为主，需要继续跟踪这些行业不良率的变动趋势。零售贷款中信用卡和消费贷不良率均有所上升，但是由于总体占比低，对零售贷款的不良率影响不大。

图表 10：各行业不良率与商业银行整体不良率对比



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

图表 11：各家银行高风险行业贷款占比



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

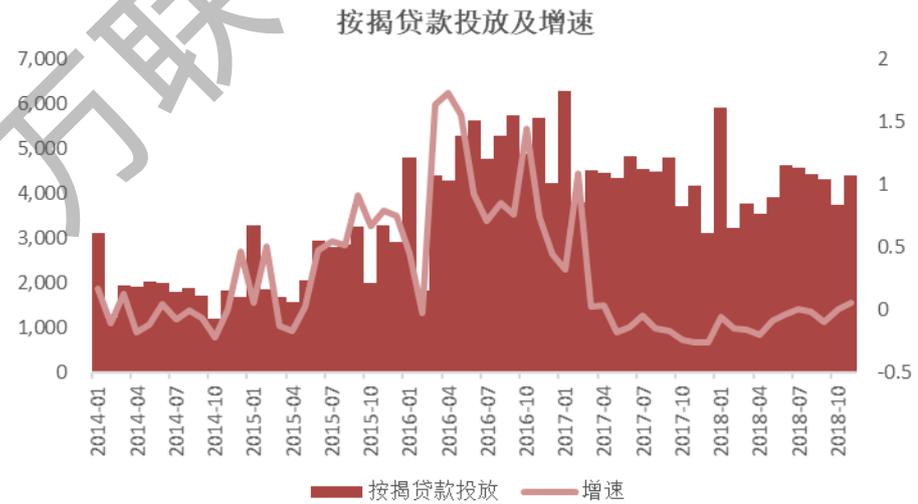
另外，从贷款新增的结构数据看，下半年新增主要集中在房地产领域，开发贷、土地购置以及按揭贷款。这些贷款在目前看，不良率仍处于较低水平，因此对整体的不良也是正面贡献。

图表 12: 房地产开工和销售面积同比变动



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表 13: 按揭贷款投放及增速



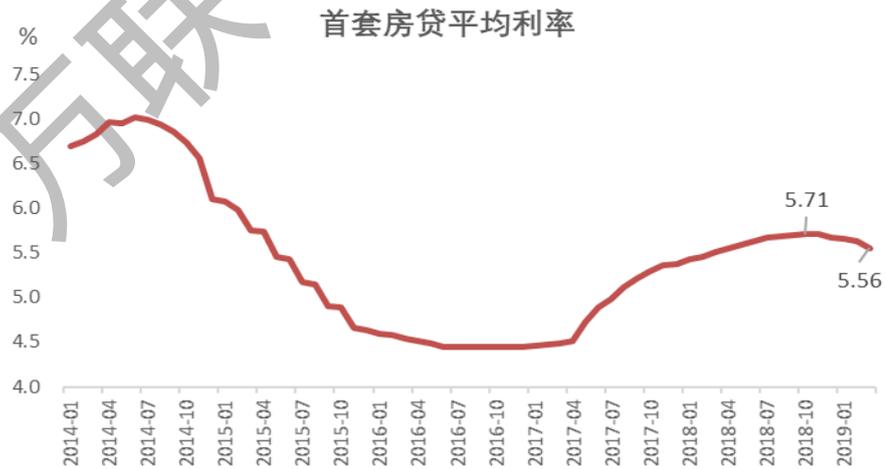
资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表 14: 2018 年土地购置费累计同比增长 57%



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表 15: 首套房贷平均利率下行



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

5、预判货币政策短期不会转向, 4月M1增速有望继续回升

今年一季度 GDP 实现同比 6.4% 的增长, 与 2018 年四季度持平, 好于市场预期。宏观杠杆率在 2018 年以来也呈现了上升态势。而这次增加杠杆的是房地产企业和地方政府, 以对冲经济的下行。可见, 逆周期调节对经济企稳起到了一定作用, 但是也带来了宏观杠杆率的提升。市场开始产生分歧, 不过我们判断货币政策并未转向。

2018 年二季度新增社融 4.2 万亿, 从新增的结构看, 新增贷款 3.9 万亿, 企业债 4800 亿, 地方政府专项债 2800 亿, 而委托贷款、信托贷款以及未贴现票据分别减少 4700 亿、2600 亿和 3900 亿。考虑到低基数效应, 以及表外信托贷款、未贴现票据融资的企稳, 以及宽信用的方向短期不会改变, 二季度的社融增速仍能保持 9%-10%。

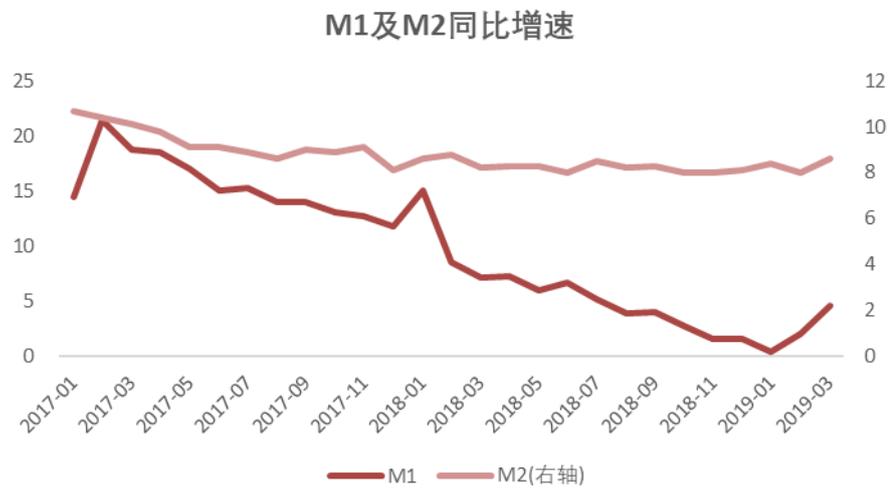
图表 16: 2018 年二季度新增社融结构



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

2019 年一季度新增人民币存款 1.72 万亿, 同比多增 2133 亿元。主要受益于居民存款和企业存款的增加, 分别多增 8800 亿和 1.92 万亿元, 从而带动 M1 增速大幅回升 2.6 个百分点。随着 4 月缴税期的到来, 预计企业存款向财政存款转移, 考虑到减税落地、低基数等因素, M1 增速有望继续回升。

图表 17: 4 月 M1 增速有望继续回升



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

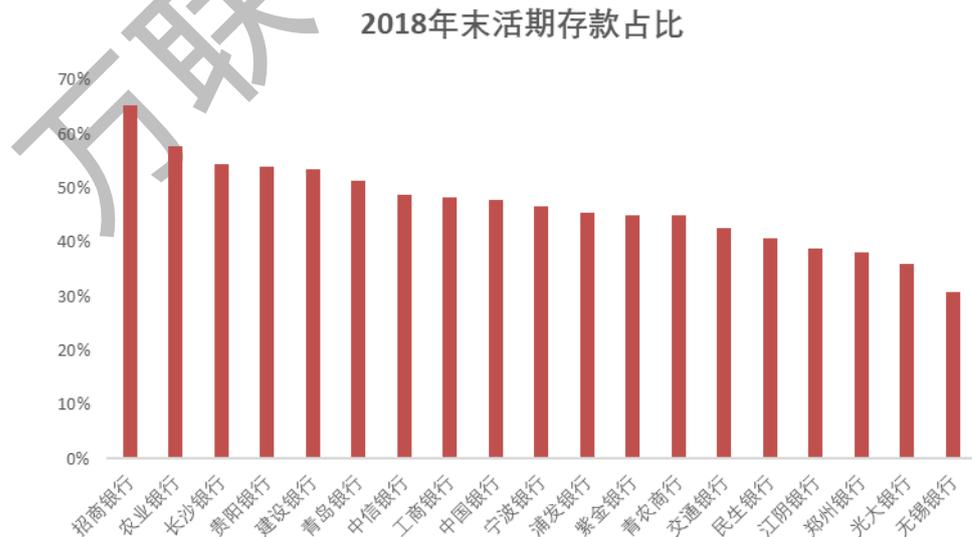
M1 增速的持续回升有助于带动银行活期存款增长恢复, 从而有利于银行负债端成本的控制。目前公布年报的上市银行中, 2018 年末存款成本均较 2018 年中期有所上升, 除民生银行外, 都在 10BP 以内, 预计 2018 年末上市银行平均存款成本在 1.92%, 而活期存款的平均付息率在 0.71%。

图表 18: 2018 年活期存款平均余额增速



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表 19: 2018 年末活期存款占比



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

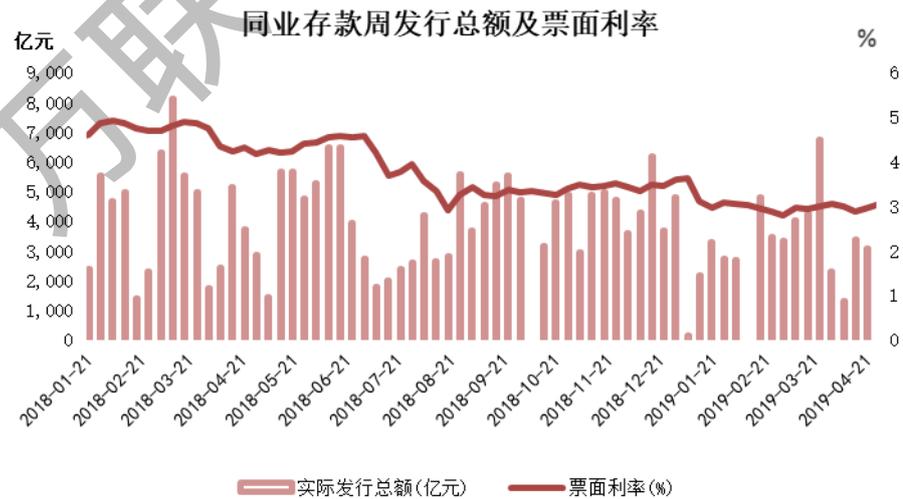
从上市银行公布的年报数据看, 国有大行虽然仍然保持存款优势, 但是, 2018 年末计息负债成本率较 2018 年中期仍略有上升, 部分股份行则因为负债端同业负债占比较高, 从而受益于宽松的货币环境, 付息负债成本率略有下降, 其中包括平安银行、浦发银行和光大银行。

图表 20: 付息负债成本率 2018 年末较 2018 年中期变动



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表 21: 同业存单周发行总额及票面利率



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

6、风险提示

整体经济形势的变化会影响行业的整体表现。如果整体经济持续走弱, 企业营收明显恶化, 银行板块将出现业绩波动。

行业监管超预期, 可能会对板块业务的发展产生影响。

银行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2019年04月19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	6.30	6.97	5.98	1.04	0.95	0.86	增持
601939.SH	建设银行	6.86	7.59	8.31	7.62	1.11	1.00	0.92	增持
600036.SH	招商银行	17.69	20.07	22.63	36.00	2.04	1.79	1.59	增持
002142.SZ	宁波银行	10.31	12.57	13.86	23.39	2.27	1.86	1.69	增持
601128.SH	常熟银行	4.71	5.30	5.89	8.32	1.77	1.57	1.41	增持
601229.SH	上海银行	16.27	13.87	15.95	12.79	0.79	0.92	0.80	增持

资料来源: Wind资讯, 万联证券研究所

万联证券

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