

# 银行

证券研究报告  
2019年04月29日

## 从基金持仓看银行股：板块吸引力逐渐加强

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 机构重仓银行比例下降源于风格切换，未来提升空间增大

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

偏股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，截至 1Q19 重仓持股比例为 4.96%。我们认为，机构对板块持仓比例持续下降并非源于基本面恶化，相反，银行基本面持续向好的逻辑在各行年报和 1 季报陆续披露以来不断得到验证，机构调仓主要是牛市预期加强引起市场风格切换所导致。

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

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。

### 银行板块吸引力逐渐加强

### 相关报告

- 《银行-行业专题研究:监管变革下的美国银行业百年风云》 2019-04-22
- 《银行-行业研究周报:小微金融业务或成银行重要转型方向》 2019-04-22
- 《银行-行业点评:评 0419 政治局会议：从逆周期调节到供给侧改革》 2019-04-20

银行板块吸引力逐渐加强。1Q19 机构持仓银行板块占比较 4Q18 仍有所下降，但 1Q19 成长类和顺周期行业因涨幅较多，估值中枢抬升较多，对机构的吸引力也在下降。因此在当前位置，我们认为银行板块明显处于估值洼地，叠加边际改善，或对机构的吸引力越来越大，增配空间较大。

### 机构偏好高 ROE 银行，平安银行仍存布局机会

1Q19 机构重仓银行个股占比前五家为招行、兴业银行、宁波银行、平安银行和工商银行（4Q18 为招行、工行、农行和宁波银行、兴业银行）。其中，重仓招行的市值占板块整体持仓市值比重超 40%，远高于第二位兴业银行的 14.4%。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。

平安银行仍存布局机会。1 季末机构持有平安银行市值较 18 年末上升 41%，增配明显。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。整体来看，其业绩弹性明显提升，未来继续增配空间较大。

### 投资建议：力推高弹性品种和零售银行龙头

在 1 季度多篇报告中我们提出：旗帜鲜明看好银行股跑赢大盘。19Q1 经济好于预期，开局良好，货币政策微调，流动性边际收紧，基本面更利好大行。大行年初至今基本没涨，有补涨需求，流动性收紧之下，性价比在提升。低估值且滞涨明显，经济企稳甚至复苏以及混业经营之大趋势打开估值大幅上行之空间，继续旗帜鲜明看好银行股跑赢大盘。个股方面，继续主推零售银行龙头-平安和招行以及低估值的拐点标的-兴业、江苏、光大、南京等，并提示工行等大行机会。

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。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-04-26	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018A/E	2019E	2020E	2017A	2018A/E	2019E	2020E
000001.SZ	平安银行	13.79	买入	1.35	1.45	1.69	2.05	10.21	9.51	8.16	6.73
600036.SH	招商银行	34.36	买入	3.19	3.58	3.99	4.47	10.77	9.60	8.61	7.69
601166.SH	兴业银行	18.95	买入	2.75	2.92	3.17	3.50	6.89	6.49	5.98	5.41
601009.SH	南京银行	8.38	增持	1.14	1.26	1.51	1.75	7.35	6.65	5.55	4.79
601997.SH	贵阳银行	13.85	增持	1.97	2.23	1.77	1.98	7.03	6.21	7.82	6.99

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

1. 公募 1Q19 银行板块重仓比例下降 .....	3
1.1. 机构重仓银行比例连续下降，板块滞涨严重 .....	3
1.2. 1Q19 机构重仓银行市值占比下降明显 .....	4
2. 机构偏好高 ROE 银行，平安银行仍存布局机会 .....	4
2.1. 1Q19 个股持仓靠前的为招行、兴业 .....	4
2.2. 1Q19 机构对银行持仓偏好高弹性品种 .....	5
3. 投资建议：力推高弹性标的和零售银行龙头 .....	7
4. 风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1：1Q19 机构重仓银行板块市值占比 4.96%，环比下行 1.2 个百分点 .....	3
图 2：1Q19 银行板块涨幅靠后，涨幅较高的主要为计算机、农业、和食品饮料、非银板块 .....	3
图 3：1Q19 机构重仓银行板块市值占比环比下降最多（%） .....	4
图 4：1Q19 机构重仓银行个股前五家分别为招行、兴业、宁波、平安和工商银行 .....	5
图 5：1Q19 机构重仓平安银行市值上升 1.4%，减持工行市值达 7.6% .....	5
图 6：各行 2018 年 ROE .....	6
图 7：上市银行 ROE vs PB(LF)（截至 April 26, 2019） .....	7
表 1：偏股型基金重仓持有银行市值情况（1Q19 VS 4Q18） .....	6

## 1. 公募 1Q19 银行板块重仓比例下降

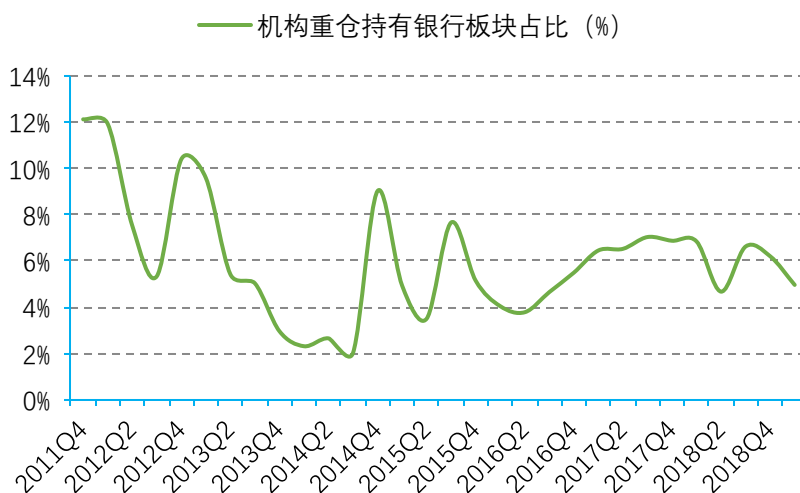
除 15 年牛市中后期外，13 年以来多数时期银行业指数走势与机构持仓比例呈较强的正相关性。截至近日，多数开放式基金已公布一季报，本篇报告主要根据偏股型及混合类基金（普通股票型基金、混合类基金）公布的重仓股明细数据进行统计分析。

### 1.1. 机构重仓银行比例连续下降，板块滞涨严重

偏股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，截至 1Q19 重仓持股比例为 4.96%。我们认为，机构对板块持仓比例持续下降并非源于基本面恶化，相反，银行基本面持续向好的逻辑在各行年报和 1 季报陆续披露以来不断得到验证，机构调仓主要是牛市预期加强引起市场风格切换所导致。

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%（股市大幅震荡后，机构跟随救市步伐）。

图 1：1Q19 机构重仓银行板块市值占比 4.96%，环比下行 1.2 个百分点

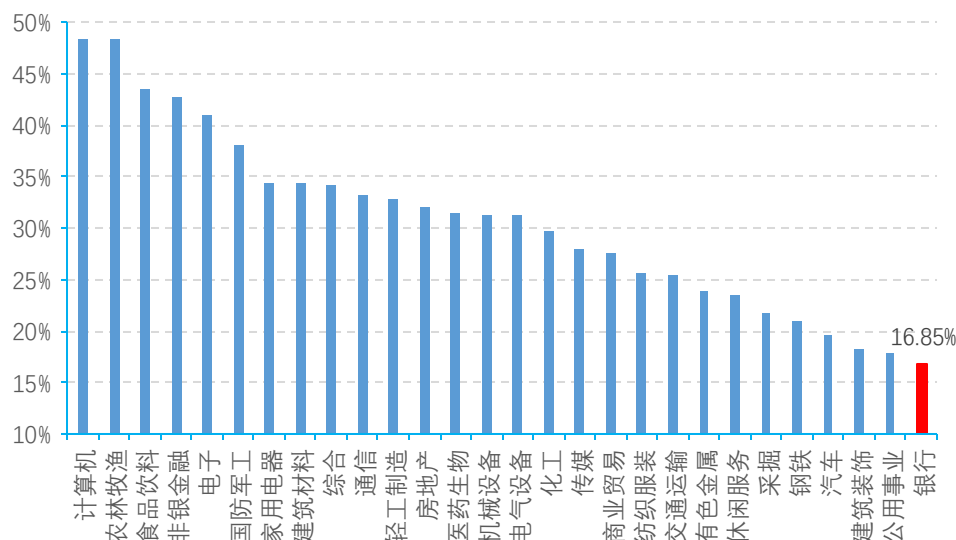


资料来源：iFinD，天风证券研究所

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。

1Q19 银行板块滞涨严重，主要源于牛市来临引起市场风格切换所致。1Q19 申万银行指数季度仅上涨 16.85%，位于板块末尾。1Q19 涨幅较高的主要为计算机、农业、食品饮料和非银板块、电子。牛市来临致使机构风险偏好普遍提升，机构早期更偏好成长类股票和顺周期的板块（农业、非银等）。

图 2：1Q19 银行板块涨幅靠后，涨幅较高的主要为计算机、农业、和食品饮料、非银板块

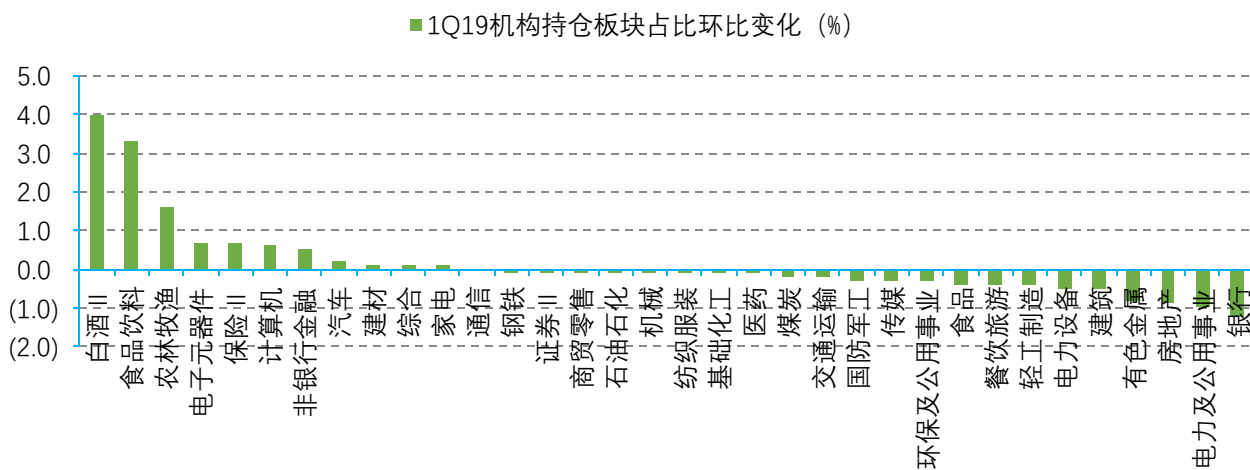


资料来源: iFinD, 天风证券研究所

## 1.2. 1Q19 机构重仓银行市值占比下降明显

**1Q19 机构重仓银行市值环比降幅最大。**1Q19 机构重仓银行市值占比环比下降 1.24 个百分点, 降幅为所有板块之首。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: 1Q19 机构重仓银行板块市值占比环比下降最多 (%)



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

**银行板块吸引力逐渐加强。**1Q19 机构持仓银行板块占比较 4Q18 仍有所下降, 但 1Q19 成长类和顺周期行业因涨幅较多, 估值中枢抬升较多, 对机构的吸引力也在下降。因此当前位置, 我们认为银行板块明显处于估值洼地, 叠加边际改善, 或对机构的吸引力越来越大, 增配空间较大。

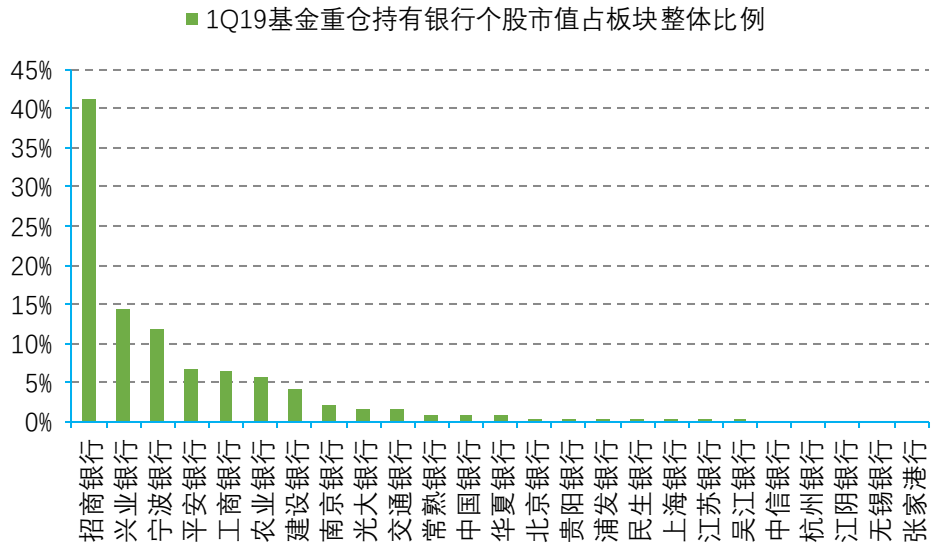
## 2. 机构偏好高 ROE 银行, 平安银行仍存布局机会

### 2.1. 1Q19 个股持仓靠前的为招行、兴业

1Q19 机构重仓银行个股占比前五家为招行、兴业银行、宁波银行、平安银行和工商银行

(4Q18 为招行、工行、农行和宁波银行、兴业银行)。其中，重仓招行的市值占板块整体持仓市值比重超 40%，远高于第二位兴业银行的 14.4%。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。

图 4：1Q19 机构重仓银行个股前五家分别为招行、兴业、宁波、平安和工商银行

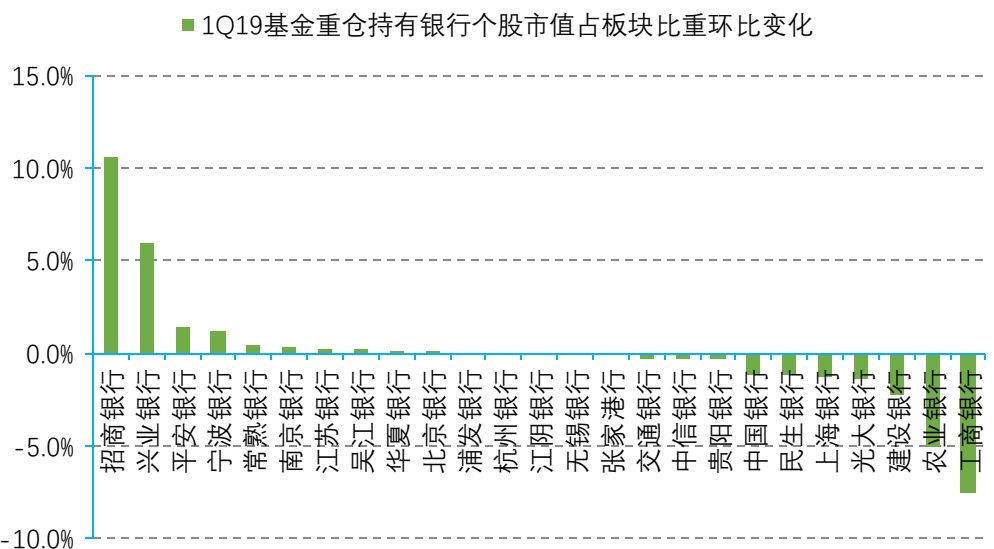


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 1Q19 机构对银行持仓偏好高弹性品种

从机构持仓市值季度变化看出机构风险偏好明显提升。招行、兴业银行较 4Q18 有大幅提升。提升最高的为招商银行，或与其零售银行龙头属性有关；兴业银行同业负债占比高，在利率下行环境中具有较大的业绩弹性，获得机构增配；宁波银行和常熟银行分别为城商行和农商行龙头。四大行在 1Q19 均遭减持，减持幅度最大的为工行，市值占板块比重环比下降 7.8%。

图 5：1Q19 机构重仓平安银行市值上升 1.4%，减持工行市值达 7.6%

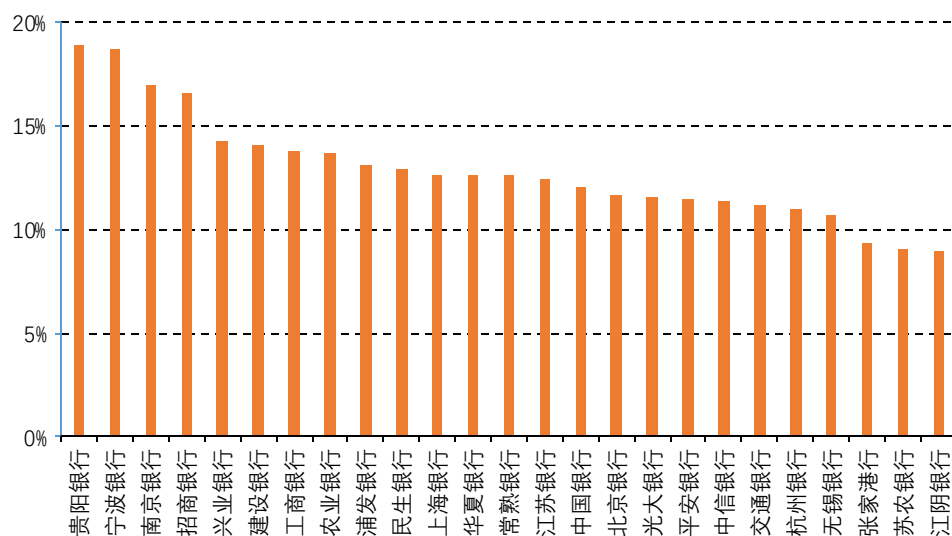


资料来源：iFinD，天风证券研究所

**平安银行仍存布局机会。**1 季末机构持有平安银行市值较 18 年末上升 41%，增配明显。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。**整体来看，其业绩弹性明显提升，**

未来继续增配空间较大。

图 6：各行 2018 年 ROE



资料来源：公司财报，天风证券研究所

**牛市里机构青睐高弹性品种。**从机构重仓市值来看，1 季末机构重仓板块市值总计约 328.8 亿，环比仍有提升。个股情况分化较大，机构对工商银行重仓市值由 4Q18 的 41.5 亿元下降至 21.5 亿元，降幅达 48%，其 1Q19 涨幅仅为 5.29%，排在板块倒数第三。**从机构重仓银行个股的量价变化来看，1Q19 机构增仓主要集中在招行、兴业银行、平安银行、宁波银行，其涨幅分别为 34.6%、21.62%、30.95%、36.67%，排名与增仓幅度较匹配。减仓力度较大的为四大行和上海银行。**

表 1：偏股型混合型基金重仓持有银行市值情况（1Q19 VS 4Q18）

	1Q19 重仓 持股（亿 元）	1Q19 持仓 占板块比 重	4Q18 重仓 持股（亿 元）	4Q18 持仓 占板块比 重	1Q19 环比 变化	1Q19 各行 涨跌幅（%）
平安银行	21.7	6.60%	15.4	5.20%	1.40%	36.67
招商银行	135.53	41.20%	90.26	30.60%	10.60%	34.6
宁波银行	39.13	11.90%	31.52	10.70%	1.20%	30.95
张家港行	0	0.00%	0	0.00%	0.00%	28.79
江阴银行	0	0.00%	0	0.00%	0.00%	24.8
无锡银行	0	0.00%	0	0.00%	0.00%	24.43
吴江银行	0.78	0.20%	0.07	0.00%	0.20%	23.24
南京银行	6.91	2.10%	5.18	1.80%	0.30%	22.45
贵阳银行	1.45	0.40%	2.03	0.70%	-0.30%	22.19
常熟银行	3.03	0.90%	1.08	0.40%	0.50%	22.15
兴业银行	47.27	14.40%	24.8	8.40%	6.00%	21.62
江苏银行	0.73	0.20%	0.05	0.00%	0.20%	19.43
杭州银行	0.04	0.00%	0.03	0.00%	0.00%	16.35
中信银行	0.08	0.00%	0.74	0.30%	-0.30%	15.41
浦发银行	0.74	0.20%	0.6	0.20%	0.00%	15.1
华夏银行	2.21	0.70%	1.68	0.60%	0.10%	11.64
光大银行	5.3	1.60%	8.97	3.00%	-1.40%	10.81
民生银行	0.72	0.20%	4.08	1.40%	-1.20%	10.65
北京银行	1.22	0.40%	0.91	0.30%	0.10%	10.52



建设银行	13.65	4.20%	18.84	6.40%	-2.20%	9.11
交通银行	4.97	1.50%	5.26	1.80%	-0.30%	7.77
上海银行	0.77	0.20%	4.54	1.50%	-1.30%	7.06
工商银行	21.49	0.065	41.53	0.141	-7.6%	5.29
中国银行	2.35	0.70%	5.49	1.90%	-1.20%	4.43
农业银行	18.74	5.70%	31.74	10.80%	-5.10%	3.61
总计市值	328.81		294.80			

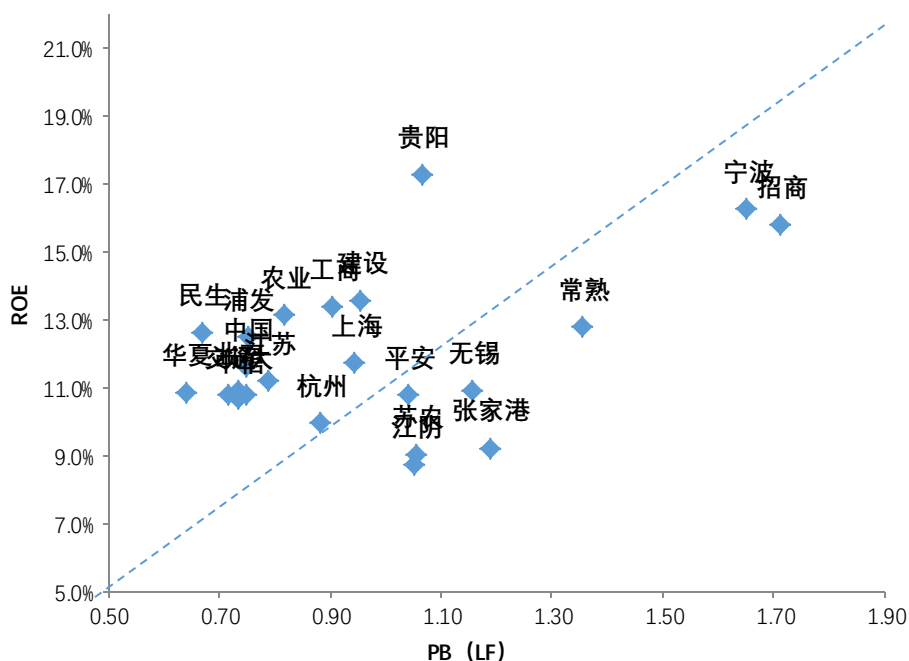
资料来源：iFinD，天风证券研究所

### 3. 投资建议：力推高弹性标的和零售银行龙头

我们认为，牛市行情下银行板块估值提升空间较大，预计 19 年修复到 1 倍 PB，估值重构大势所趋。公募 1Q19 重仓银行板块比例仅为 4.96%，有很大提升空间。

在 1 季度多篇报告中我们提出：旗帜鲜明看好银行股跑赢大盘。19Q1 经济好于预期，开局良好，货币政策微调，流动性边际收紧，基本面更利好大行。大行年初至今基本没涨，有补涨需求，流动性收紧之下，性价比在提升。低估值且滞涨明显，经济企稳甚至复苏以及混业经营之大趋势打开估值大幅上行之空间，继续旗帜鲜明看银行股跑赢大盘。个股方面，继续主推零售银行龙头-平安招行以及拐点标的-兴业、南京、贵阳等，并提示工行、光大、江苏等之机会。

图 7：上市银行 ROE vs PB(LF) (截至 April 26, 2019)



资料来源：iFinD，天风证券研究所

**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。

**南京银行：**中短期来看，公司通过内生资本补充，可支持规模平稳增长，推动大零售战略转型和资产结构调整。资产质量问题亦不必过于担忧。长期来看，公司主要面临客户基础偏弱，核心负债压力较大的问题，仍需进一步观察大零售战略转型成果。但当前估值为 1.14 倍 PB (LF)，19 年股息率达 5.2%，给予“增持”评级。

**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。

**江苏银行：**估值低偏次新基本面稳健。小企业做的多，受普惠小微利率压降影响小，业绩增速较高。

**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