

# 银行

## H股超跌，南下资金青睐哪些板块？哪些金融个股？

**背景：H股“超跌”，近期南下资金加速流入。**5月中美贸易摩擦升级后，全球股市均有所下跌，但随着全球货币环境更加宽松，国内逆周期调节政策加码，A股市场已明显回暖，恒生AH溢价指数已提升至128，处在18年以来最高水平。值得注意的是，AH溢价水平走阔的同时，8月以来南下资金规模加速上升，至今已大幅流入超680亿港元，市场对H股“超跌”投资机会的关注度正在不断提升。

**南下资金都买了什么？偏爱金融板块，超配银行、券商。**

**1) 行业配置：偏爱大金融。**Wind数据显示，南下资金配置排名前五的板块为银行（配置比例高达35%）、非银金融（12.5%，其中保险7.6%，券商3.3%）、房地产（9.2%）、计算机（7.4%）；

**2) 金融板块内部：超配银行+券商。**相比南下资金的标配水平，银行大幅超配16.6pc，券商也较其标配水平（0.8%）高出2.5pc，保险板块则与标配水平（7.6%）基本持平；

**3) A+H个股角度：偏爱低估值稳健品种+优质龙头。**

**A、银行板块：**配置比例TOP3的是工行（10.1%）、建行（8.2%）与招行（2.0%），分别相比“标配水平”高出8.4pc、2.9pc与1.4pc，其中工行、建行均为“低估值+高股息率+经营稳健”的国有大行，而招行为国内零售银行的优质龙头，三家银行均具备较高的投资价值。从趋势上看，工行建行的持仓比例自17年以来持续上升，招行则保持稳定；

**B、保险板块：**配置比例TOP3的是中国太保（1.9%）、中国平安（1.7%）及新华保险（1.1%），分别相比“标配水平”+1.6pc、-0.8pc、+1.0pc，太保具备高分红、低估值的双重优势，且公司整体经营稳健；新华由于较高的AH溢价，具备吸引力的估值同样受到南下资金青睐；平安AH溢价相对并不明显；

**C、券商板块：**配置比例TOP3的是华泰（0.5%）、海通（0.5%）、中信（0.4%），分别相比“标配水平”高出0.4pc、0.4pc与0.3pc，且在18、19年有增配趋势，其中华泰和海通较基金持仓水平高出0.2pc和0.3pc。

**A+H股视角：为什么金融板块值得配置？超低估+高股息率+经营稳健。**

**1) 银行板块：**除招行外，A+H股银行的H股估值处于过去10年历史最低水平，平均19PB仅0.56x，且AH溢价率在15%以上，其中建行、农行、工行分别高达26.6%、22.8%、13%，处在2008年以来的70%分位以上。银行板块经营稳健（ROE14%，不良率仅1.48%），同时股息率较高（除招行外在5.5%-7.5%较高水平），远高于10年期国债收益率（3%左右）以及大多数理财产品（余额宝7日年化收益率仅2.3%），在超低估情况下投资价值凸显；

**2) 保险板块：**H股中险企估值有所分化，平安在境外市场认可度整体较高，EV长期20%左右的增速以及金融科技板块的发力对H股的估值有所支撑，19PEV达1.29x，AH溢价率仅为7.9%。太保、新华H股的19PEV分别仅为0.69x、0.47x，AH溢价率处在近年的90%分位，估值具备较大吸引力；

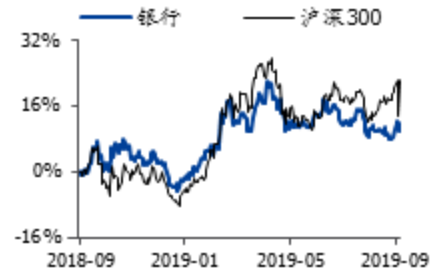
**3) 券商板块：**A+H券商H股平均19年PB仅为0.75倍，虽大部分券商高于股票质押风险压制的最低估值，但整体AH溢价率分位数处于上市以来的90%以上，大券商中信、国君、海通、招商、广发均在95%左右，相比A股来看，H股大券商“价格洼地”更加明显。券商板块南下资金配置比例（3.3%）超过基金持仓（1.1%），且18年以来持续上升，部分资金已经先行南下配置。当前在基本面向好的情况下，H股券商仍可“捡便宜”。

**投资建议：**在全球股市整体回暖的情况下，港股仍处于“超跌状态”，尤其是金融板块不少优质标的估值水平已处于历史低位，考虑其经营稳健+高股息，继续看好港股金融板块的投资价值。

**风险提示：**宏观经济加速恶化，中美贸易摩擦超预期，金融开放力度不及预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

研究助理 赵耀

邮箱：zhaoyao@gszq.com

研究助理 陈功

邮箱：chenggong2@gszq.com

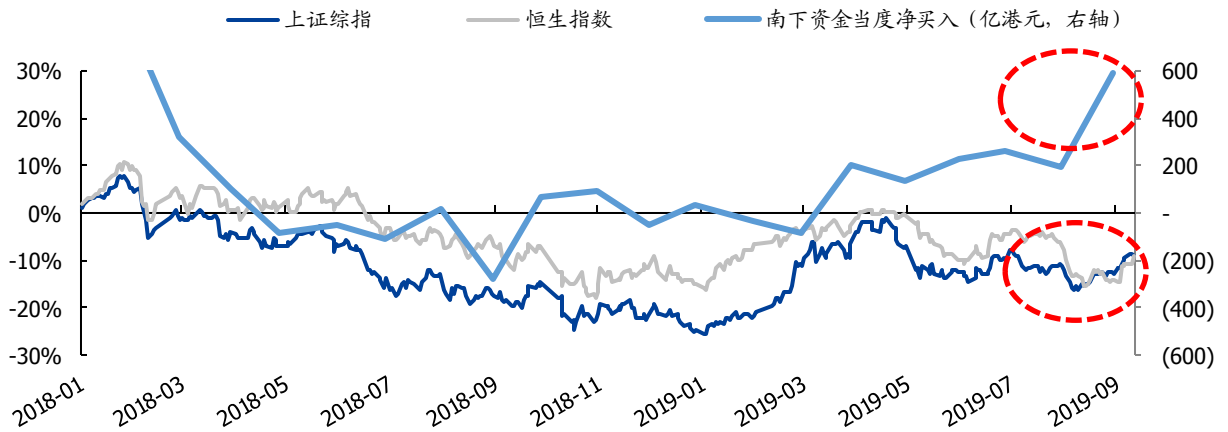
相关研究

- 《银行：外资更青睐哪些板块？哪些金融个股？》  
2019-09-10
- 《银行：银行经营角度看，为何会持续降准？》  
2019-09-08
- 《银行业研究框架暨2019中报综述：银行业研究框架暨2019中报综述：如何看财务报表、经营情况、识别风险》  
2019-09-03



## 一、港股“超跌”，近期南下资金加速流入

图表 1: 年初以来 A、H 股累计涨跌幅、南下资金净买入量情况



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

## 二、南下资金都买了什么？偏爱金融板块，超配银行、券商

图表 2: 南下资金的行业配置情况

行业	行业配置比例			标配	南下资金-标配
	2017	2018	2019		
银行	32.7%	38.9%	35.0%	18.4%	+16.6pc
非银金融	11.2%	9.7%	12.5%	10.5%	+2.0pc
保险	7.9%	5.5%	7.6%	7.6%	-0.0pc
证券	1.8%	2.6%	3.3%	0.8%	+2.5pc
房地产	11.5%	10.8%	9.2%	13.7%	-4.5pc
计算机	9.2%	6.1%	7.4%	12.6%	-5.2pc
医药生物	4.1%	4.7%	5.8%	3.3%	+2.4pc
汽车	5.9%	4.0%	4.0%	1.9%	+2.1pc
公用事业	2.9%	4.1%	3.5%	5.3%	-1.8pc
食品饮料	2.0%	2.5%	3.1%	3.1%	+0.0pc
电子	3.4%	1.6%	2.4%	1.4%	+1.0pc
交通运输	2.4%	2.4%	2.0%	2.5%	-0.5pc
采掘	1.7%	1.8%	1.9%	1.0%	+0.9pc
综合	1.7%	1.8%	1.6%	3.2%	-1.5pc
多元金融 II	1.5%	1.6%	1.6%	2.1%	-0.5pc
纺织服装	0.6%	0.8%	1.6%	2.0%	-0.4pc
建筑材料	0.5%	0.5%	1.4%	0.9%	+0.4pc
通信	1.2%	1.2%	1.4%	7.0%	-5.6pc
有色金属	1.8%	1.5%	1.3%	0.6%	+0.7pc
休闲服务	0.9%	0.7%	1.0%	4.0%	-3.0pc
商业贸易	0.9%	1.0%	0.8%	1.1%	-0.3pc
传媒	0.5%	0.8%	0.7%	0.5%	+0.1pc
化工	0.6%	0.8%	0.6%	2.7%	-2.1pc
轻工制造	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	-0.1pc
电气设备	1.1%	0.8%	0.5%	0.2%	+0.4pc
建筑装饰	0.6%	0.7%	0.5%	1.2%	-0.7pc
机械设备	0.9%	0.8%	0.5%	0.4%	+0.1pc
家用电器	0.2%	0.3%	0.3%	0.6%	-0.3pc
国防军工	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	+0.1pc
农林牧渔	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	-0.0pc
钢铁	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	-0.0pc

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

注 1: 最新 2019 年数据统计截止至 2019 年 9 月 10 日;

注 2: “标配”=南下资金持有的某一行业的流通市值/南下资金所有持股的流通市值;

注 3: 后文中南下资金持股相关表格与本表格注释的口径一致。

图表 3: 南下资金个股配置情况—金融板块 A+H 股

板块	个股	A股估值 (19PB/ PEV)	H股估值 (19PB/PEV)			AH溢价情况		股息率		南下资 金配置 比例	标配	南下资 金-标配
			19PB/P EV	历史最 低估值	19PB距离 历史最低估 值空间	AH溢价率	AH溢价 率分位	A股	H股			
银行	工商银行	0.80	0.70	0.69	1.3%	13.0%	71.8%	4.50%	5.23%	10.1%	1.7%	+8.4pc
	建设银行	0.85	0.67	0.67	1.3%	26.6%	89.9%	4.29%	5.59%	8.2%	5.3%	+2.9pc
	农业银行	0.71	0.58	0.58	新低	22.8%	82.8%	4.93%	6.22%	1.4%	0.3%	+1.1pc
	中国银行	0.65	0.51	0.52	新低	26.5%	74.2%	5.03%	6.59%	1.4%	0.9%	+0.5pc
	交通银行	0.61	0.53	0.53	新低	14.3%	61.4%	5.33%	6.41%	0.2%	0.7%	-0.5pc
	招商银行	1.54	1.53	1.03	48.9%	0.9%	46.7%	2.66%	2.76%	2.0%	0.6%	+1.4pc
	中信银行	0.65	0.44	0.43	1.6%	46.8%	67.3%	3.94%	5.95%	1.0%	0.2%	+0.8pc
	民生银行	0.60	0.50	0.47	6.3%	22.1%	54.1%	5.59%	7.04%	0.5%	0.2%	+0.3pc
	光大银行	0.66	0.53	0.51	3.5%	23.6%	31.7%	4.04%	5.13%	0.3%	0.2%	+0.1pc
券商	中信证券	1.82	1.10	0.81	36.5%	66.9%	97.2%	1.42%	2.49%	0.4%	0.1%	+0.3pc
	海通证券	1.51	0.77	0.52	46.6%	93.1%	98.3%	0.91%	1.84%	0.5%	0.1%	+0.4pc
	国泰君安	1.33	0.83	0.67	23.2%	63.4%	95.3%	1.43%	2.36%	0.0%	0.1%	-0.0pc
	华泰证券	1.63	0.89	0.79	12.5%	73.8%	92.4%	2.88%	2.61%	0.5%	0.1%	+0.4pc
	招商证券	1.49	0.69	0.56	23.3%	108.3%	96.1%	1.48%	3.14%	0.1%	0.0%	+0.1pc
	广发证券	1.25	0.69	0.59	16.5%	80.3%	97.8%	1.35%	2.50%	0.3%	0.1%	+0.3pc
	申万宏源	1.53	0.73	0.66	9.3%	143.8%	93.7%	0.98%	2.34%	0.0%	0.0%	-0.0pc
	中国银河	1.61	0.60	0.43	38.6%	194.2%	92.2%	0.75%	2.21%	0.4%	0.1%	+0.3pc
	东方证券	1.46	0.63	0.49	27.7%	138.2%	90.7%	0.89%	2.12%	0.2%	0.0%	+0.2pc
	中信建投	3.81	0.88	0.59	50.1%	355.2%	93.4%	0.69%	3.21%	0.1%	0.0%	+0.1pc
	光大证券	1.15	0.57	0.46	23.2%	107.1%	92.4%	0.81%	1.68%	0.1%	0.0%	+0.0pc
中州证券	2.06	0.61	0.51	19.3%	237.1%	92.4%	0.18%	0.63%	0.0%	0.0%	+0.0pc	
保险	中国平安	1.39	1.29	0.85	51.8%	7.9%	93.2%	2.00%	2.23%	1.7%	2.5%	-0.8pc
	中国太保	0.90	0.69	0.58	19.3%	31.0%	92.8%	2.58%	3.45%	1.9%	0.3%	+1.6pc
	新华保险	0.80	0.47	0.43	9.7%	69.8%	90.4%	1.45%	2.56%	1.1%	0.1%	+1.0pc

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

注: A 股的中原证券在 H 股简称为中州证券。

## 风险提示

- 1、 宏观经济加速恶化;
- 2、 中美贸易摩擦升级超预期。
- 3、 金融开放力度不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com