

## 金工研究/专题研究

2020年11月06日

**沈娟** SAC No. S0570514040002  
研究员 SFC No. BPN843  
0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

**蒋昭鹏** SAC No. S0570520050002  
研究员 0755-82492038  
jiangzhaopeng@htsc.com

**林晓明** SAC No. S0570516010001  
研究员 SFC No. BPN421  
0755-82080134  
linxiaoming@htsc.com

**何康** SAC No. S0570520080004  
研究员 021-28972039  
hekan@htsc.com

### 相关研究

- 1《金工：主动量化投资正当时》2020.11
- 2《金工：市场长期乐观，布局优质宽基指数》2020.07
- 3《金工：利器助良工：嘉实 ESG 评分体系》2020.07

# 银行改革转型时，板块显投资价值

## 兼评华宝中证银行 ETF 及联接基金投资价值

### 全文摘要

本文梳理银行板块投资机会，介绍银行板块指数化投资工具——中证银行指数及相应 ETF 基金产品。银行板块面临金融供给侧改革孕育投资机遇，基本面表现较优且估值处于近十年来的历史低位，具备中长期投资价值。中证银行指数聚焦银行业，偏重大市值风格，防御属性强，同时具有低估值高分红特征，由指数分红再投资带来的复利效应显著。华宝中证银行 ETF 在规模和流动性上均优于其它同类型银行 ETF 产品。投资者既可在场内直接投资银行 ETF (512800)，也可在场外投资银行 ETF 联接 A (240019) 和银行 ETF 联接 C (006697)，其跟踪标的指数均是中证银行指数。

### 银行板块：改革孕育机遇，基本面估值共振

金融供给侧改革拉开序幕，银行业顺应时代变革，孕育投资机遇。2019 年初提出金融供给侧改革后，银行业面临机制改革、集中化、特色化、零售化、轻型化和科技化等六大变化，在平稳发展期中迎来新一轮的发展变局。目前银行业基本面表现较优，估值已处于近十年来的历史低位，国际化、机构化、被动化三大趋势助推估值上升，我们认为银行业具有中长期投资价值。银行板块建议重点关注四类优质银行：零售银行、特色中小行、财富管理银行、金融科技银行。

### 中证银行指数聚焦银行业，偏重大市值风格，防御属性强

中证银行指数成份股为中证银行分类下的全部 36 只银行股（截至 2020 年 10 月 30 日）。与其它金融地产类指数相比，中证银行指数仅覆盖银行业，属性纯粹且以大市值股票居多，市值在 1000 亿以上的公司数量占比 42%，权重占比 82%。自 2013 年 7 月 15 日指数发布至 2020 年 10 月 30 日，中证银行指数年化波动率和最大回撤接近或低于其它金融地产类指数和主要宽基指数，具有较强防御属性。

### 中证银行指数估值低，分红高，复利效应显著

中证银行指数具有低估值高分红的特征。与自身历史水平比较，中证银行指数的市盈率 PE (ttm) 和市净率 PB (lf) 分别处于指数发布以来的 44.8% 和 4.6% 分位数；与其它申万一级行业比较，银行行业市盈率和市净率均为最低，具备一定安全边际。银行行业股息率为 4.79%，高于其它一级行业，且现金分红总额和股息支付率自 2016 年以来逐年上升。自指数发布以来，由指数分红再投资带来的复利收益累计达到 52.7%，同期沪深 300 为 34.3%。以上数据统计均截至 2020 年 10 月 30 日。

### 中证银行指数的优秀投资工具：以华宝中证银行 ETF 及联接基金为例

华宝中证银行 ETF (512800) 紧密跟踪中证银行指数，截至 2020 年 10 月 30 日规模达到 70.14 亿元，在规模和流动性上均优于其它同类型银行 ETF 产品。华宝中证银行 ETF 联接 A (240019) 和华宝中证银行 ETF 联接 C (006697) 是对应的两只 ETF 联接基金。基金管理人为华宝基金，目前旗下基金数量 88 只，截至 2020Q3 基金资产规模 2617.35 亿元，平台优势明显。该产品基金经理及其团队拥有丰富的被动型基金管理和实践经验，能够为基金管理运作提供稳健支持。投资者既可在场内直接投资银行 ETF，也可在场外投资银行 ETF 联接 A 和银行 ETF 联接 C。

风险提示：本报告对历史数据进行梳理总结，历史结果不能简单预测未来，规律存在失效风险。报告中涉及到的具体基金产品不代表任何投资建议，请投资者谨慎、理性地看待。

## 正文目录

银行板块：改革孕育机遇，基本面估值共振 .....	4
步入稳步发展期，改革带来新机遇 .....	4
迎来六大变化，孕育投资机遇 .....	4
净利润降幅收窄，量增价升质量稳 .....	7
估值处于历史底部，凸显板块配置机遇 .....	10
资金配置三大趋势，助力银行估值提升 .....	10
投资建议：重点关注四类优质银行 .....	11
投资银行板块的工具型产品：中证银行指数 .....	12
指数情况概览 .....	12
聚焦银行业，成分股偏大盘风格 .....	12
历史波动率和回撤较小，防御属性强 .....	13
指数估值相对较低，具备安全边际 .....	14
高分红行业，复利效应显著 .....	14
华宝中证银行 ETF 及联接基金投资价值分析 .....	16
产品简介 .....	16
国内银行 ETF 中规模、流动性均居首位 .....	16
风险提示 .....	17

## 图表目录

图表 1：2018 年至今银行业对外开放政策 .....	4
图表 2：2016Q4-2020Q2 各类型商业银行不良贷款率 .....	5
图表 3：2020Q3 末上市城（农）商行存款占总负债、贷款占总资产比例：一定程度反映了存贷基础业务实力 .....	5
图表 4：2014 年以来中国经济增长主要由消费拉动 .....	6
图表 5：2016-2020H1 上市银行零售贷款占比 .....	6
图表 6：2019 年 NAFMII 债券承销金额：商业银行占据前十位 .....	6
图表 7：2019 财年中美部分银行财富管理收入占比 .....	7
图表 8：2017 年以来招商银行两大 APP 月活数和累计用户数快速提升 .....	7
图表 9：2020H1 招商银行金融科技对于传统金融业务赋能效应明显 .....	7
图表 10：银行业景气指数领先上市银行净利润半年左右 .....	8
图表 11：2020H1、2020Q1-3 上市银行归母净利润、PPOP 同比增速 .....	8
图表 12：2020 年 9 月末上市银行资产规模增速较 6 月末提升 .....	8
图表 13：9M2020 上市银行净息差较 1H20 上行，主要由负债端成本下行贡献 .....	9
图表 14：2020 年 9 月末上市银行不良贷款率及其变化 .....	9
图表 15：2020Q3 上市银行单季度年化信用成本及不良贷款生成率 .....	9
图表 16：银行指数 PB (lf) 处于 2010 年以来低位（截至 11 月 2 日） .....	10
图表 17：银行指数 PB (lf) 在所有行业中位居最低（截至 11 月 2 日） .....	10

图表 18: 2016 年以来陆股通成交金额、持股市值占比: 快速提升 .....	10
图表 19: 2014-2017 年上交所各类投资者交易金额占比: 机构化趋势明显 .....	10
图表 20: 2010 年以来指数基金持 A 股总市值占全部基金持股总市值比例变化: 呈上升趋势 .....	11
图表 21: 2020 年 9 月末三类资金银行股持仓比: 外资更偏爱银行股 .....	11
图表 22: 2020 年 9 月末两类资金银行股持仓比: 被动资金偏爱银行股 .....	11
图表 23: 金融地产板块相关指数和主要宽基指数各市值区间下成分股数量分布 .....	12
图表 24: 金融地产板块相关指数和主要宽基指数各市值区间下成分股权重分布 .....	13
图表 25: 中证银行与其他金融指数净值 (2013/7/15~2020/10/30) .....	13
图表 26: 中证银行与主要宽基指数净值 (2013/7/15~2020/10/30) .....	13
图表 27: 金融地产相关指数和主要宽基指数收益风险指标 .....	13
图表 28: 中证银行指数市盈率 PE (ttm) 和发布以来历史分位数 .....	14
图表 29: 中证银行指数市净率 PB (lf) 和发布以来历史分位数 .....	14
图表 30: 申万一级行业指数市盈率 PE (ttm) .....	14
图表 31: 申万一级行业指数市净率 PB (lf) .....	14
图表 32: 申万一级行业指数股息率 (%) .....	15
图表 33: 中证银行指数现金分红统计 .....	15
图表 34: 中证银行和沪深 300 指数价格、全收益价格净值比较 (2013/7/15~2020/10/30) .....	15
图表 35: 中证银行和沪深 300 价格指数及对应全收益指数收益比较 (2013/7/15~2020/10/30) .....	15
图表 36: 华宝中证银行 ETF 基本信息 .....	16
图表 37: 跟踪中证银行指数的公募基金被动指数型产品 .....	16

## 银行板块：改革孕育机遇，基本面估值共振

**金融供给侧改革拉开序幕，银行业顺应时代变革，孕育投资机遇。**2019 年初提出金融供给侧改革后，银行业面临机制改革、集中化、特色化、零售化、轻型化和科技化等六大变化，在平稳发展期中迎来新一轮的发展变局。目前银行业基本面表现较优，估值已处于近十年来的历史低位，国际化、机构化、被动化三大趋势助推估值上升，我们认为银行业具有中长期投资价值。银行板块建议重点关注四类优质银行：零售银行、特色中小行、财富管理银行、金融科技银行。

### 步入稳步发展期，改革带来新机遇

**银行业步入稳健发展期，金融供给侧改革拉开序幕带来新机遇。**中国银行业在过去 20 年取得了快速发展，截至 2020 年 9 月末银行业金融机构总资产达 307.6 万亿元，工农中建四大行居 2019《银行家》全球 1000 大银行前 4 名。2017 年起，伴随金融严监管周期来临，行业步入稳步发展期。2019 年初中央政治局第十三次集体学习强调深化金融供给侧结构性改革，提出要构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系，银行业迎来新一轮的发展变局。

### 迎来六大变化，孕育投资机遇

**银行业顺应时代趋势，正焕发出新活力。**我们认为银行业正面临六大变化：机制改革、集中化、特色化、零售化、轻型化和科技化，行业变迁孕育着投资机遇。

**机制改革：混改、对外开放稳步推进，助市场化机制形成。**混合所有制改革是全面深化国有企业改革的重要举措、重要突破口，我们认为银行的混改是大方向，《国有金融资本管理条例(征求意见稿)》已于 2020 年 5 月推出，明确有望推进这一进程。混改利于提升银行的经营效率：股东的多元化利于建立市场化的治理机制，吸引人才；银行可借助股东优势构建金融+实业生态圈，助业务高质量发展。银行作为金融业对外开放的先锋

在 2017 年以来的新一轮金融对外开放中，银行业成为了先锋，外资银行、境外银行参股中资银行、银行子公司层面均有开放措施。我们认为对外开放对中资银行而言不是危机，而是中资银行接受国际检验、进一步强大的机会，中资银行应提升战略决策能力、完善激励机制，用市场化迎接挑战。

图表1：2018 年至今银行业对外开放政策

时间	事件
2018-02-24	银监会修订《外资银行行政许可事项实施办法》，增加外资法人银行投资设立、入股境内银行的许可条件，统一市场准入标准。
2018-04-27	银保监会发布《进一步放宽外资银行市场准入有关事项的通知》，进一步扩大银行业开放，提升外资银行营商便利度。
2018-08-23	取消《中资商业银行行政许可事项实施办法》、《农村中小金融机构行政许可事项实施办法》和《非银行金融机构行政许可事项实施办法》对外资入股中资银行和金融资产资产管理公司的股比限制。
2019-05-01	郭树清就银行业保险业扩大对外开放接受采访，将进一步拓展开放领域，优化开放布局。
2019-07-20	国务院金稳会发布 11 条扩大金融业对外开放的政策（国 11 条）：鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司；允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司。
2019-09-30	国务院修订《外资银行管理条例》，明确外国银行可以境内同时设立外商独资银行和外国银行分行，或同时设立中外合资银行和外国银行分行。
2019-11-25	银保监会修订《外资银行管理条例实施细则》，扩大外国银行商业存在形式选择范围、取消外资银行总资产要求等。
2019-12-26	银保监会修订《外资银行行政许可事项实施办法》，允许外国银行同时设立分行和外资法人银行、取消营业性机构总资产要求、放宽合资银行中方主要股东选择范围。
2020-02-14	央行等多部委发布《关于进一步加快推进上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》，指出在更高水平加快上海金融业对外开放。
2020-05-14	央行等多部委发布《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》，指出扩大大湾区金融业对外开放。

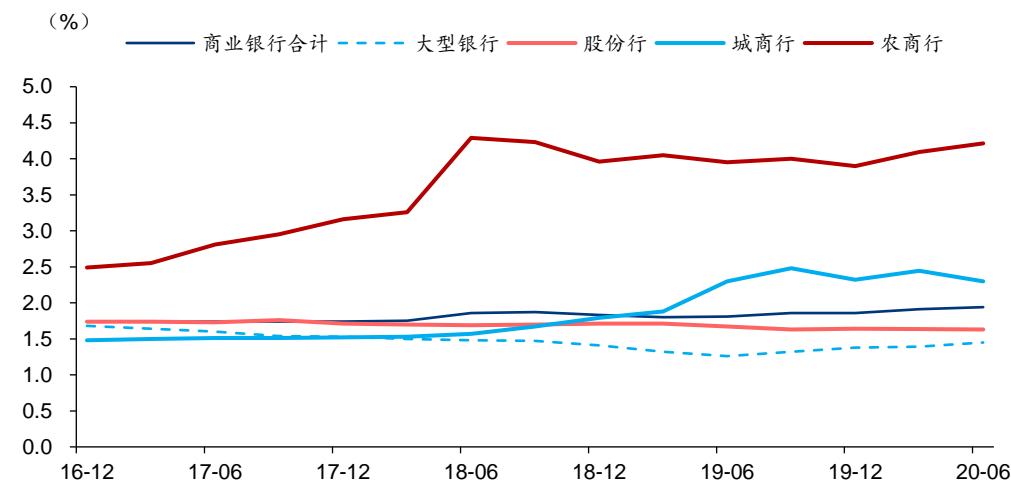
资料来源：央行，银保监会，国务院，华泰证券研究所

**集中化：风险出清加速，银行业集中度提升。**金融委会议多次提及把握好处置风险的力度和节奏，商业银行法修改建议稿中则整合扩充了“风险处置与市场退出”一章，对处在不同风险暴露阶段的银行，采取差异化的风险处置措施。目前，市场已有接管（包商银行）、股权重组（锦州银行、恒丰银行）的案例，妥善化解金融风险，未来银行业的市场化并购



**或将放开。**疫情加快银行业风险暴露的节奏，延期还本付息等政策陆续退出后，我们预计银行业风险出清或将提速，银行集中度有望提升。

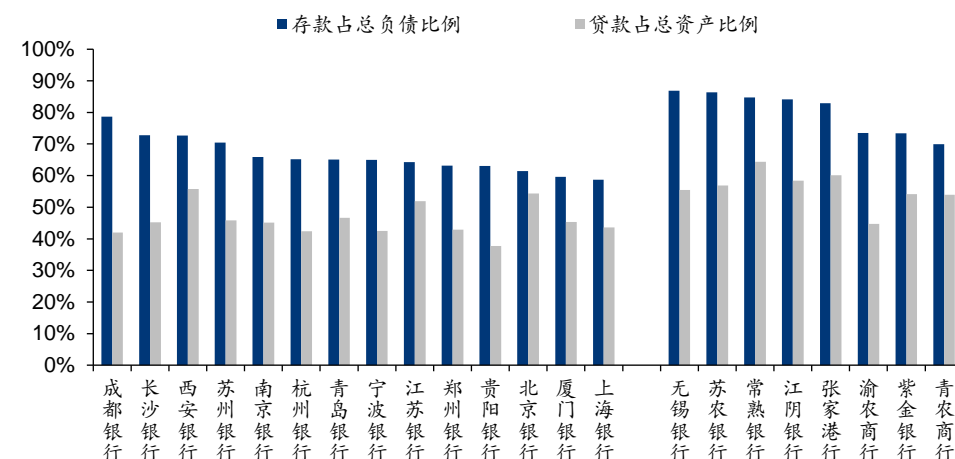
**图表2： 2016Q4-2020Q2 各类型商业银行不良贷款率**



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

**特色化：引导中小银行数量及业务比重提升，特色中小银行前景光明。**提升中小银行的数量和业务比重是金融供给侧改革提出的要求，中小银行作为服务小微企业的主体，疫情以来得到持续的政策支持，包括再贷款、延期还本付息、小微信用贷款支持工具等。2019 年 9 月以来金融委在多次会议中提及支持中小银行多渠道补充资本，并于 2020 年 7 月推出专项债补充资本的渠道。目前银保监会已批准常熟银行、中国银行设立投资管理型村镇银行。我们认为持续的定向政策支持利好坚守本源、经营稳健的优质中小银行，提升其服务小微企业的质效，有核心竞争力的特色中小银行经营有望更上层楼。

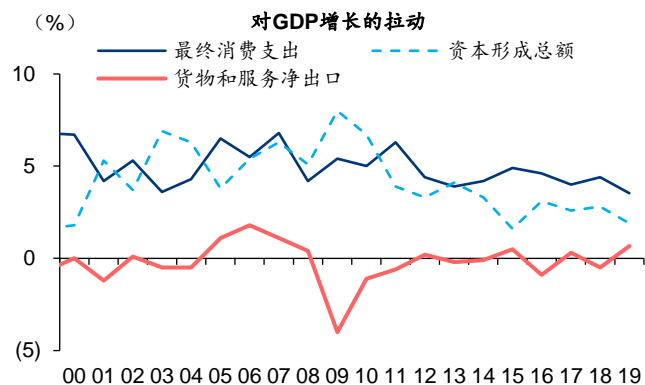
**图表3： 2020Q3 末上市城（农）商行存款占总负债、贷款占总资产比例：一定程度反映了存贷基础业务实力**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

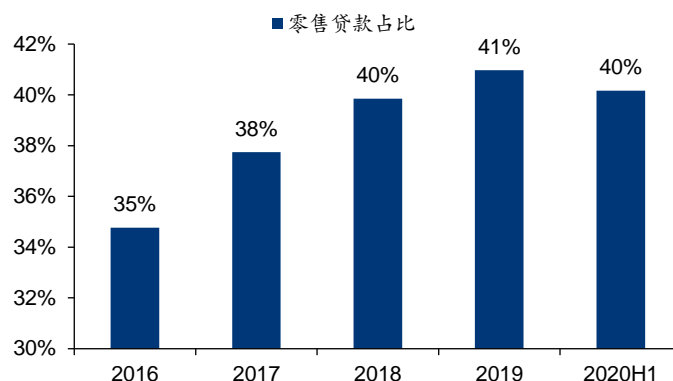
**零售化：消费需求升级，银行大力推动零售转型。**2014 年以来消费已成为拉动我国经济增长的主要驱动力，国内国际双循环背景下，消费贷款规模有望受政策端、需求端和互联网发展的驱动，保持较快增长。而在经济下行压力加大、对公业务不景气的背景下，银行大力推动零售业务转型。2016 年以来，上市银行零售贷款占总贷款比例逐步提升，2019 年末达到 41%，2020 年以来受疫情影响，零售贷款占比有一定下滑，但二季度以来投放已逐步恢复。目前招商银行、平安银行、常熟银行零售贷款规模已超过 50%，我们认为随着消费需求升级，银行业零售转型趋势有望持续。

图4： 2014 年以来中国经济增长主要由消费拉动



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图5： 2016-2020H1 上市银行零售贷款占比

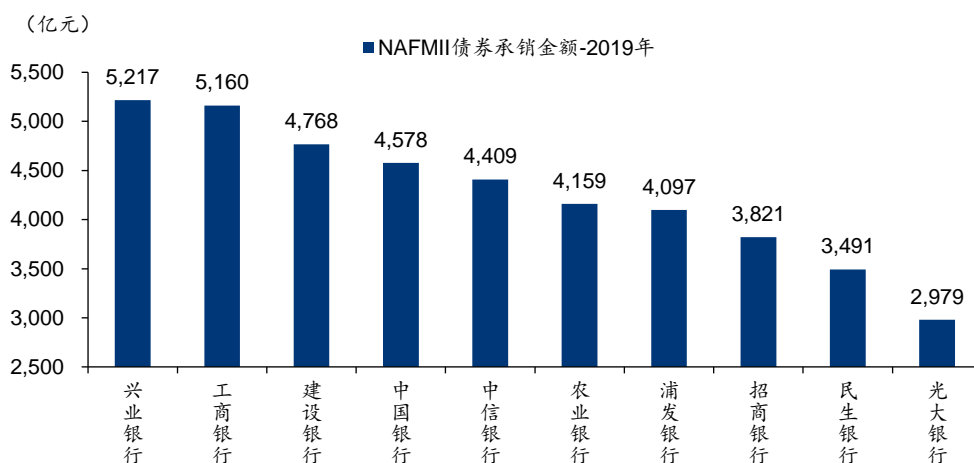


注：气泡大小表示 2019 年末贷款规模

资料来源：中国人民银行，银行业协会，公司财报，财新，华泰证券研究所

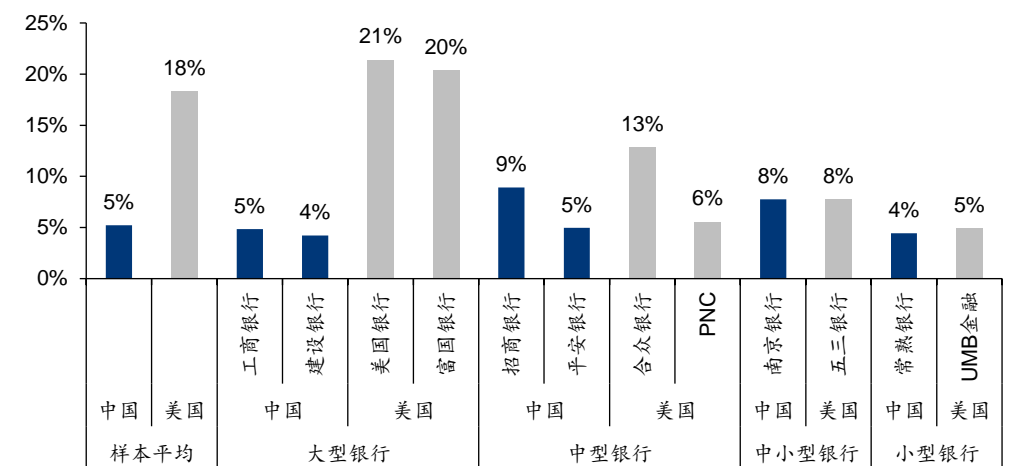
**轻型化：直接融资时代来临，发力投行和财富管理。**在利率市场化、向实体经济让利的背景下，银行的利差收入空间处于收窄通道。而在直接融资大发展的背景下，企业融资需求、居民资产配置需求均愈发多元化，促使银行向轻型化转型，发力中间业务收入，主要包括投行与财富管理业务。银行有账户结算体系，大型企业客户积累多，银行业债券承销业务量处行业第一，可为对公客户提供综合金融服务；银行的零售客户资源优势同样明显，财富管理业务有先发优势，目前银行理财子公司陆续开业，可通过提升产品创设能力，更好的服务零售财富客户。

图6： 2019 年 NAFMII 债券承销金额：商业银行占据前十位



资料来源：Wind，华泰证券研究所

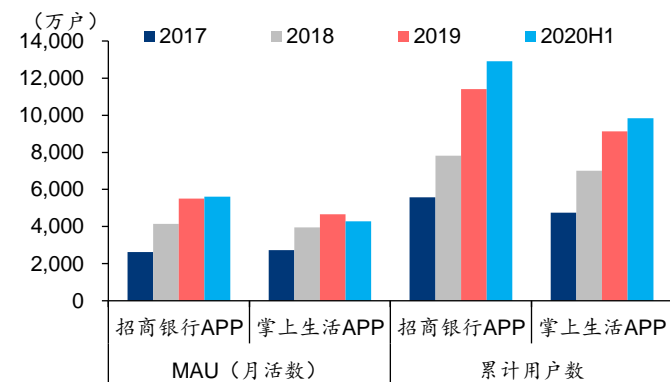
图表7： 2019 财年中美部分银行财富管理收入占比



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

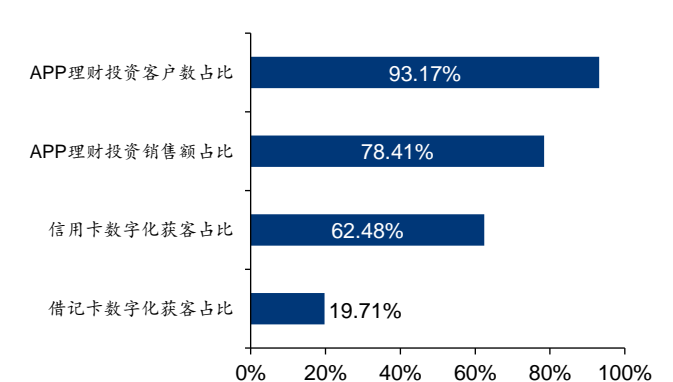
**科技化：赋能传统金融业务，构筑科技生态护城河。**金融科技在需求中诞生与升级，对传统金融赋能效应显著，招商银行、平安银行等金融科技布局领先的银行在传统金融之基础上，持续丰富科技应用场景，构筑科技生态护城河。例如招商银行通过“内建平台-外拓场景-多元金融导流”的三步走模式打造金融科技生态圈。一是内建平台，招行早在 2010 年便布局“招商银行”和“掌上生活”APP，推动零售业务从卡片向线上迁移。二是外拓场景，着力打造丰富的非金融生活场景，2018 年发布的 APP7.0 聚集了饭票、影票、出行等高场景，培育客户粘性从而带动两大 APP 的 MAU 快速提升。三是向多元金融导流，在广泛获客基础之上，最终实现用户流量闭环，向财富管理、消费金融等零售金融业务导流，进一步强化其零售及财富管理领先的领先地位。

图表8： 2017 年以来招商银行两大 APP 月活数和累计用户数快速提升



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表9： 2020H1 招商银行金融科技对于传统金融业务赋能效应明显

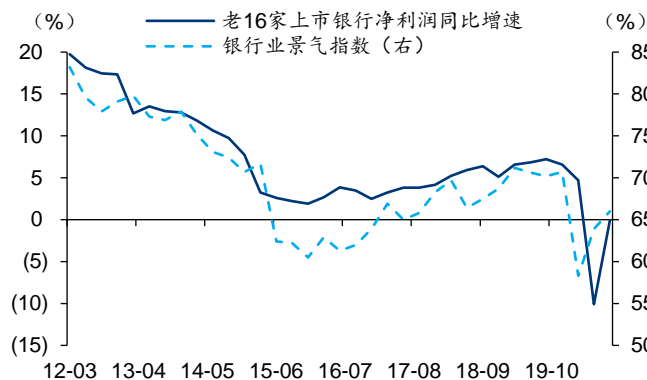


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 净利润降幅收窄，量增价升质量稳

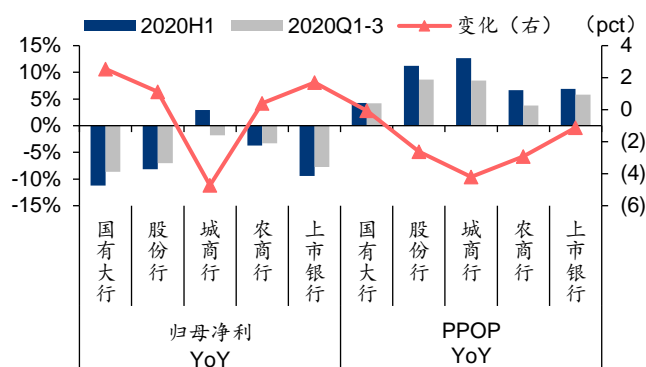
**银行业景气度回暖，净利润同比降幅收窄。**9M2020 上市银行归母净利润(简称“净利润”)同比增速为-7.7% (1H20 为-9.4%)，净利润同比负增长幅度有所收窄，主要由于三季度拨备计提力度回归常态，信用成本有一定边际改善。我们认为四季度净利润增速有望继续修复，主要由于以下几点原因：一是**景气度触底反弹**。银行业景气度在 2020 年二季度已触底反弹，根据其领先上市银行净利润增速半年左右的历史规律来看，四季度银行净利润增速有望迎来修复。

图表10: 银行业景气指数领先上市银行净利润半年左右



资料来源: 中国人民银行, 公司财报, 华泰证券研究所

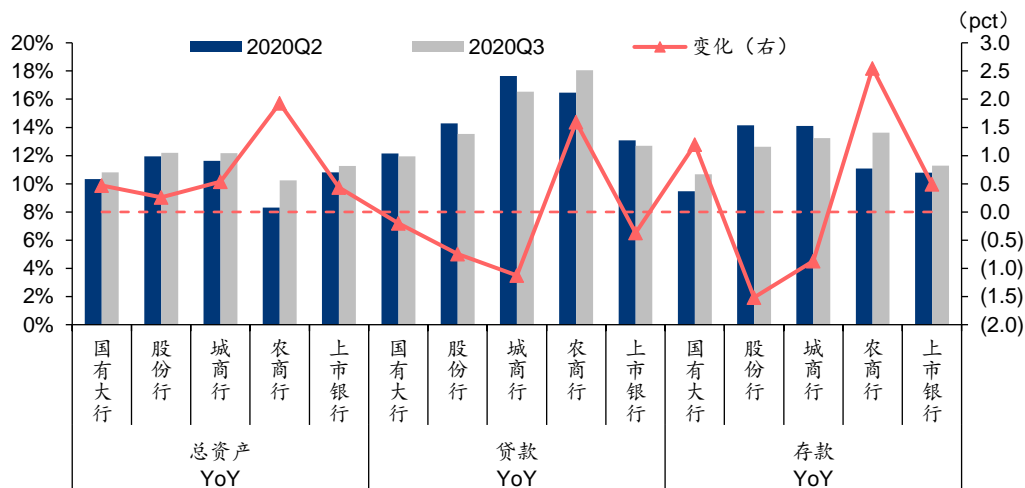
图表11: 2020H1、2020Q1-3 上市银行归母净利润、PPOP 同比增速



资料来源: 中国人民银行, 华泰证券研究所

二是规模扩张保持稳定, 净息差表现亮眼, 量、价对净利润增速的综合影响较小。根据央行预计, 全年贷款同比增速为 13.1%, 9 月末贷款同比增速为 13.0%, 四季度贷款投放有望保持平稳。LPR 报价已连续 6 个月按兵不动, 5 月以来无风险利率已呈现上升趋势, 1-9 月上市银行净息差较 1-6 月上升 1bp (Q1 较 19 年-4bp; H1 较 Q1 -2bp), 息差已处于筑底阶段, 随货币政策回归常态化, 银行息差有望修复。

图表12: 2020 年 9 月末上市银行资产规模增速较 6 月末提升

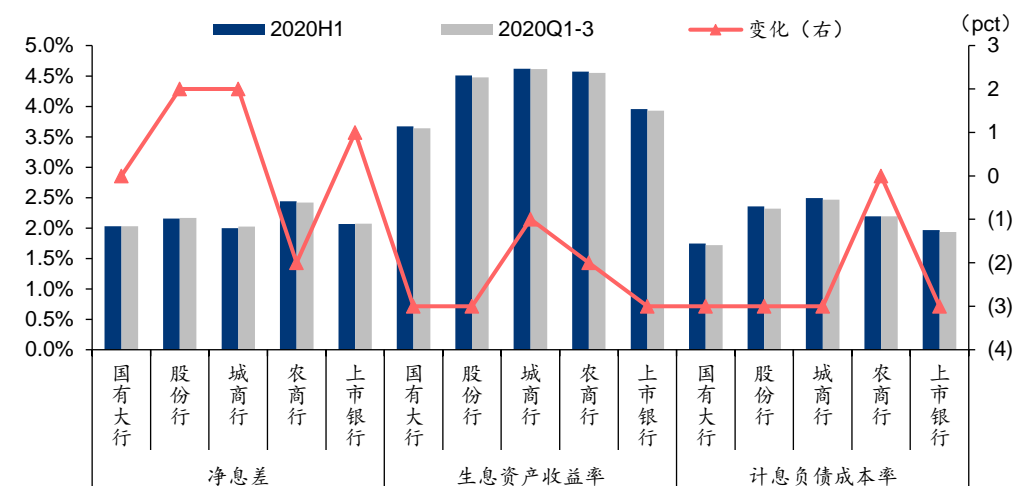


注: 红色虚线为右轴(变化)的 0, 用来区分正负

资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所



图13: 9M2020 上市银行净息差较 1H20 上行, 主要由负债端成本下行贡献



注：我们统一使用首尾及分位点平均法计算平均生息资产、计息负债，并以此测算净息差、生息资产收益率、计息负债成本率

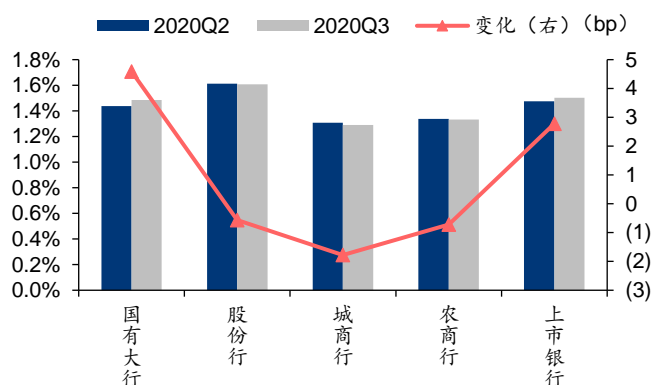
注2：红色虚线为右轴（变化）的0，用来区分正负

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**三是资产质量压力可控，风险抵御能力强。**一方面由于上市银行贷款结构较优，不良生成压力较为可控。上市银行普遍增配基建类、租赁和商业服务业等不良率较低的贷款，以优化对公贷款结构；零售贷款则仍多以按揭贷款为主，资产质量较优。上市银行6月末不良率为1.48%，优于银行业整体水平（1.94%）；上市银行20Q3年化不良生成率为1.26%，较Q2下降0.20pct。

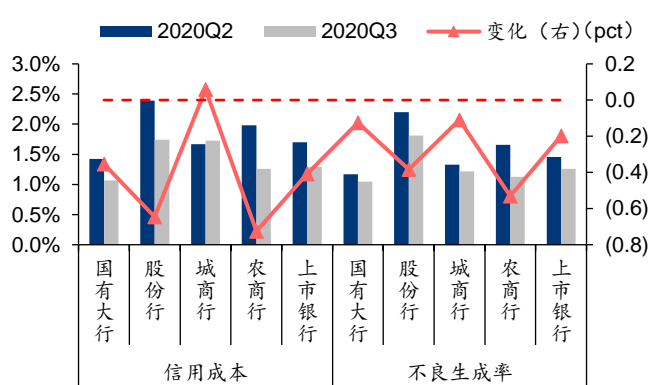
另一方面由于上市银行拨备计提力度较大，拨备覆盖率处较高水平。2020年9月末上市银行拨备覆盖率达到217%，显著超过监管要求（120%-150%不等，中小银行已阶段性下降至100%-130%），风险抵御能力较强。1-9月上市银行信用减值损失同比+32.7%，较二季度有一定回落，但拨备计提力度仍保持高位。我们认为全年上市银行拨备计提力度有望与1-9月相当，不会对净利润增速造成进一步的拖累。

图14: 2020年9月末上市银行不良贷款率及其变化



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图15: 2020Q3 上市银行单季度年化信用成本及不良贷款生成率



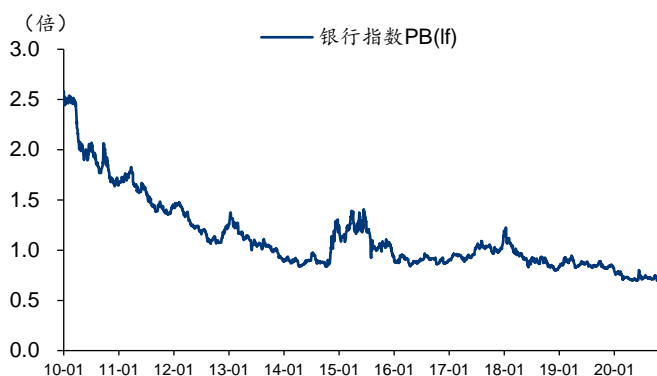
注：红色虚线为右轴（变化）的0，用来区分正负

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 估值处于历史底部，凸显板块配置机遇

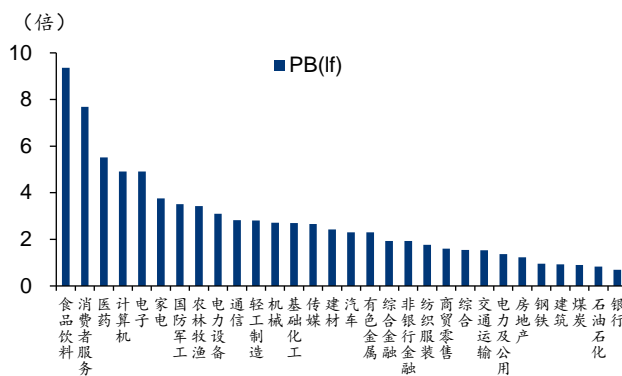
无论纵向、横向对比，银行股估值均处于底部。2020 年以来经济下行压力压制了银行估值，截至 11 月 2 日银行指数 PB (lf) 仅为 0.70 倍。纵向来看，银行指数 PB (lf) 估值的近十年分位数为 0.12%，处于历史底部区间；横向来看，银行板块 PB (lf)、PE (ttm) 均为 30 个中信一级行业最低（分别为 0.70 倍、6.34 倍）。我们认为对于上市银行基本面的市场悲观情绪已在股价中充分反映。随着宏观经济的逐步修复，我们认为优质银行股有望迎来估值修复机会。

图表16： 银行指数 PB (lf) 处于 2010 年以来低位（截至 11 月 2 日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表17： 银行指数 PB (lf) 在所有行业中位居最低（截至 11 月 2 日）

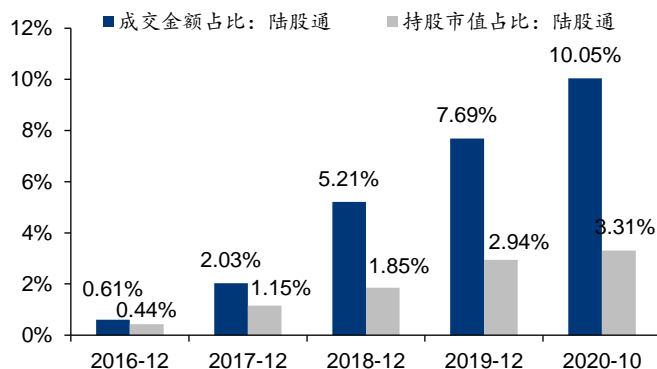


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 资金配置三大趋势，助力银行估值提升

国际化+机构化+被动化，三大资金配置趋势有望助推银行板块估值提升。1) 金融业加速对外开放促使境外资金入市的投资便利程度大幅提升，北向资金在市场的地位处于快速提升通道，带动 A 股投资风格与国际趋同。2) 监管多举措推动中长期资金入市，保险、养老金、银行理财等资金的地位不断提升，逐渐占据主导定位并掌握定价权，银行作为典型大盘蓝筹有望受益。3) 近十余年来被动管理的指数型资金加速崛起，目前被动化趋势仍有一定推进空间。以上三类资金的股票配置中，银行股的占比均更高，其作为增量资金入场，有望助力银行股的估值提升。

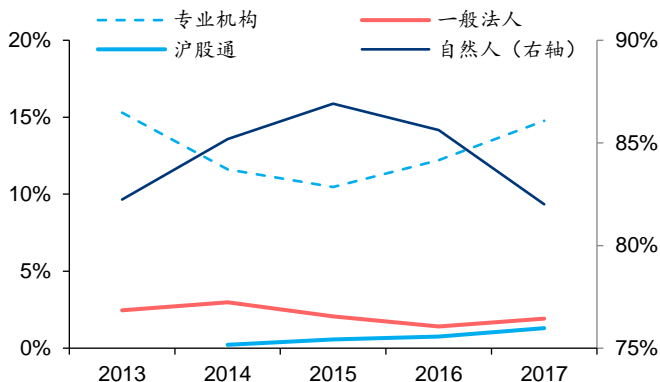
图表18： 2016 年以来陆股通成交金额、持股市值占比：快速提升



注：持股市值占比为流通 A 股口径

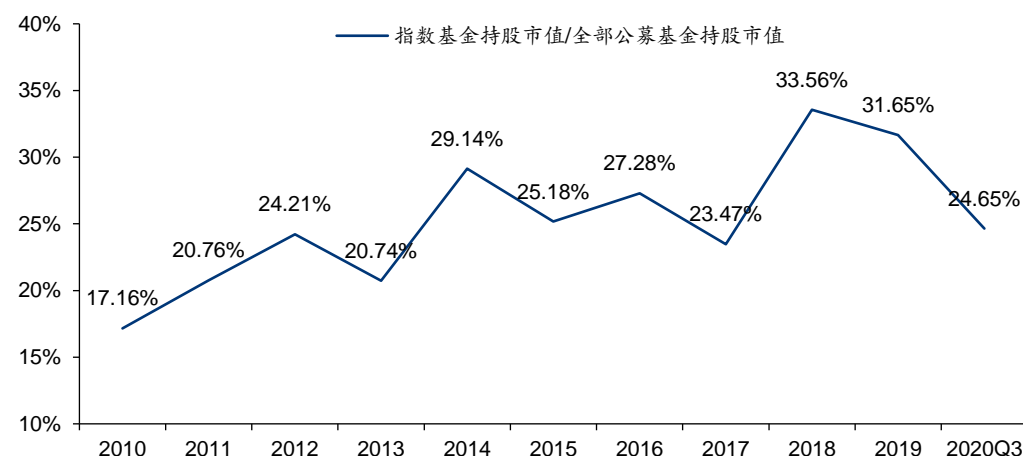
资料来源：上交所，Wind，华泰证券研究所

图表19： 2014-2017 年上交所各类投资者交易金额占比：机构化趋势明显

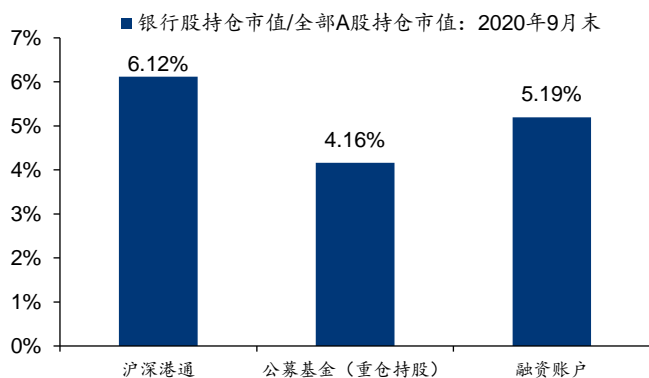


注：2018 年以来对应数据未披露

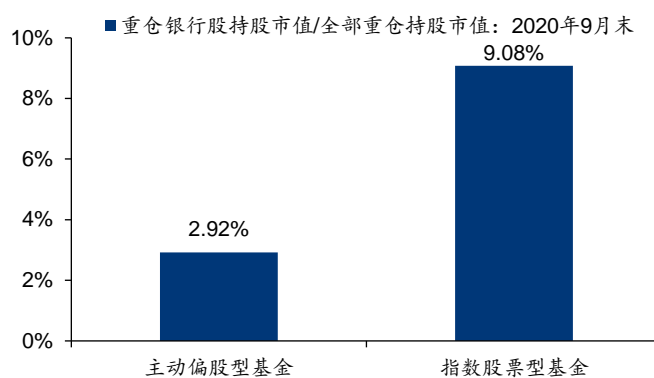
资料来源：上交所，华泰证券研究所

**图表20： 2010 年以来指数基金持 A 股总市值占全部基金持股总市值比例变化：呈上升趋势**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表21： 2020 年 9 月末三类资金银行股持仓比：外资更偏爱银行股**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表22： 2020 年 9 月末两类资金银行股持仓比：被动资金偏爱银行股**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 投资建议：重点关注四类优质银行

**银行板块建议重点关注四类优质银行：零售银行、特色中小行、财富管理银行、金融科技银行。**第一，零售金融具有收益高、风险分散等特点，客户需求、资产质量的周期性较弱，且在构建以国内大循环为主体、国内国际双循环格局的推动下，国内居民消费潜力将进一步释放，零售型银行有望成为首要受益者。第二，特色中小银行的服务模式稀缺，经营有望向好，且有望作为经验推广的标杆收获政策支持的良好。第三，财富管理业务具有轻资本、盈利稳定等特点，同时可显著提升客户粘性，为银行贡献综合收益；在居民财富由房地产逐步移向金融资产配置的过程中，在财富管理领域具有领先优势或优越禀赋的银行具有迎来广阔的成长空间。第四，金融科技对传统金融赋能效应显著，既能提升运作效率，又能有效防控风险，金融科技银行有望持续推进科技生态圈建设，构筑生态护城河。

## 投资银行板块的工具型产品：中证银行指数

### 指数情况概览

中证银行指数（指数代码：399986.SZ）于 2013 年 7 月 15 日由中证指数有限公司发布，基日为 2004 年 12 月 31 日，基点为 1000 点，币种为人民币。中证银行指数属于中证全指细分行业指数下的二级行业指数。中证全指细分行业指数以中证全指指数样本股为样本空间，选择方法包括以下三个步骤：

1. 将样本空间股票按中证行业分类方法分类；
2. 如果行业内股票数量少于或等于 50 只，则全部股票构成相应全指行业指数的样本股；
3. 如果行业内股票数量多于 50 只，则分别按照股票的日均成交金额、日均总市值由高到低排名，剔除成交金额排名后 10%、以及累积总市值占比达到 98% 以后的股票，并且保持剔除后股票数量不少于 50 只；行业内剩余股票构成相应行业指数的样本股。

截至 2020 年 10 月 30 日，中证银行行业分类下的股票数量为 36 只，因此中证银行指数纳入全部 36 只银行股作为样股，包括国有大行、股份行、城商行以及农商行，不需要进行上述选择方法第 3 步。

中证银行指数的计算公式如下式所示，其中调整市值 =  $\sum (\text{股价} \times \text{调整股本数} \times \text{权重因子})$ ，权重因子介于 0 和 1 之间，以使当样本量在 10 只（含 10 只）至 50 只之间，单个股票权重不超过 15%；当样本数量在 50 只（含 50 只）至 100 只之间，单个股票权重不超过 10%。

$$\text{报告期指数} = \frac{\text{报告期样本股的调整市值}}{\text{除数}} \times 1000$$

该指数的调整方法分为定期调整和临时调整两种方式：

1. 定期调整：样本股每半年调整一次，样本调整实施时间为每年 6 月和 12 月的第二个星期五的下一交易日。当中证全指指数调整成份股时，中证全指细分行业指数成份股随之进行相应调整。权重因子随样本股定期调整而调整，调整时间与指数样本定期调整实施时间相同。在下一个定期调整日前，权重因子一般固定不变。
2. 临时调整：特殊情况下将对样本进行临时调整。当样本股暂停上市或退市时，将其从指数样本中剔除。样本股公司发生收购、合并、分拆、停牌等情形的处理，参照计算与维护细则处理。

### 聚焦银行业，成分股偏大盘风格

从成分股所属行业分布看，中证银行指数仅覆盖银行业（根据申万行业分类），行业属性纯粹。从成分股市值分布看，将中证银行指数与其它金融地产板块相关指数及主要宽基指数相比较，各市值区间下成分股数量和权重分布如下表所示。

图表 23：金融地产板块相关指数和主要宽基指数各市值区间下成分股数量分布

市值区间 (亿元)	399986.SZ 中证银行	000914.SH 300 金融	H30256.CSI 500 金地	000934.SH 中证金融	000300.SH 沪深 300	000905.SH 中证 500	000906.SH 中证 800
<100	5.6%	0.0%	11.8%	4.6%	0.0%	12.6%	7.9%
100~200	11.1%	0.0%	51.0%	19.8%	0.7%	46.8%	29.5%
200~500	22.2%	31.3%	37.3%	33.6%	32.0%	38.2%	35.9%
500~1000	19.4%	26.3%	0.0%	16.0%	32.3%	2.4%	13.6%
>=1000	41.7%	42.5%	0.0%	26.0%	35.0%	0.0%	13.1%

资料来源：Wind，华泰证券研究所；截至 2020 年 10 月 30 日

从个股数量分布上看，中证银行指数成分股以大市值股票居多，市值大于 1000 亿股票占比 42%，包括以工商银行、建设银行为代表的国有银行，以招商银行、兴业银行为代表的股份制商业银行，以及宁波银行、上海银行两家城市商业银行；市值在 200~500 亿元股票占 22%，以城市商业银行为主。

300 金融指数与中证银行指数在市值分布上接近,同样为大市值风格,不包含市值小于 200 亿元的成分股; 500 金地指数相比前两者而言更偏向中小市值风格, 市值主要集中于 100~500 亿元区间, 不包含市值大于 500 亿元的成分股; 中证金融指数成分股市值分布较为均衡, 大中小市值股票均有纳入。

图表24: 金融地产板块相关指数和主要宽基指数各市值区间下成分股权重分布

市值区间 (亿元)	399986.SZ 中证银行	000914.SH 300 金融	H30256.CSI 500 金地	000934.SH 中证金融	000300.SH 沪深 300	000905.SH 中证 500	000906.SH 中证 800
<100	0.7%	0.0%	6.7%	0.5%	0.0%	5.4%	1.3%
100~200	1.9%	0.0%	41.8%	3.2%	0.1%	35.6%	8.4%
200~500	3.9%	8.2%	51.5%	11.5%	10.2%	54.4%	20.6%
500~1000	11.9%	13.1%	0.0%	12.0%	18.7%	4.6%	15.4%
>=1000	81.6%	78.8%	0.0%	72.7%	71.0%	0.0%	54.3%

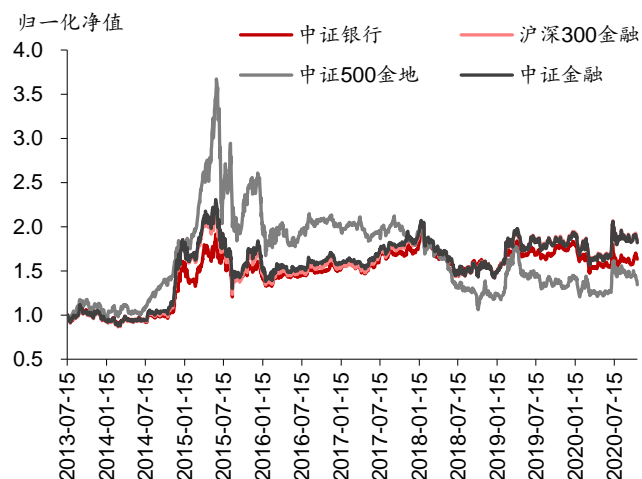
资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 截至 2020 年 10 月 30 日

相比个股数量, 指数中股票权重占比对指数的市值暴露具有更直接的影响。从成分股权重分布可以看出, 中证银行指数成分股权重在市值大于 1000 亿的区间内达到 82%, 更凸显该指数的大市值特征。

### 历史波动率和回撤较小, 防御属性强

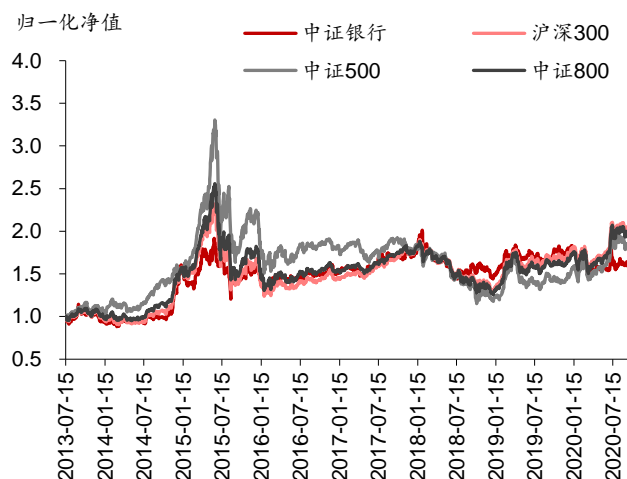
考察中证银行指数与其它金融地产板块相关指数及主要宽基指数历史表现。如下图所示, 净值绘制起始日期为 2013 年 7 月 15 日, 以起始日期为基准进行归一化处理。从净值角度看, 中证银行指数仅优于 500 金地指数, 收益能力相对较弱。从波动角度看, 中证银行指数整体走势较为稳健, 弹性相对较小。

图表25: 中证银行与其他金融指数净值 (2013/7/15~2020/10/30)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表26: 中证银行与主要宽基指数净值 (2013/7/15~2020/10/30)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表27: 金融地产相关指数和主要宽基指数收益风险指标

指数	年化收益率	年化波动率	最大回撤
中证银行	7.2%	24.0%	37.1%
300 金融	9.0%	25.8%	44.2%
500 金地	4.3%	30.2%	71.2%
中证金融	8.8%	25.5%	43.7%
沪深 300	10.6%	23.5%	46.7%
中证 500	8.3%	27.4%	65.2%
中证 800	10.0%	23.8%	50.9%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 统计区间 2013 年 7 月 15 日至 2020 年 10 月 30 日

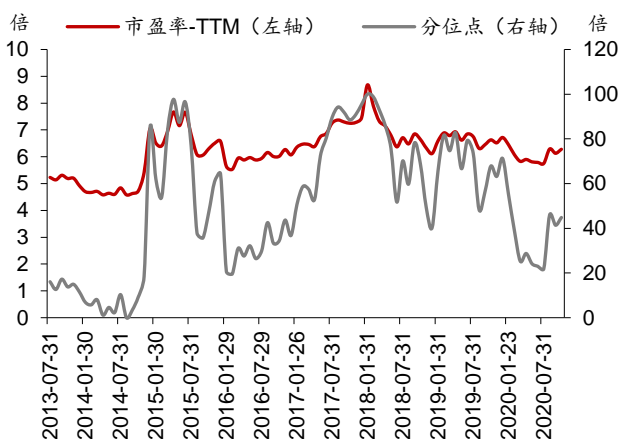


进一步计算 2013 年 7 月 15 日至 2020 年 10 月 30 日区间内的收益风险指标，中证银行指数在年化收益指标上不占优势，在年化波动率指标上接近沪深 300 和中证 800，低于其余指数，在最大回撤指标上均低于其余指数，显示出银行行业较强的防御属性。

### 指数估值相对较低，具备安全边际

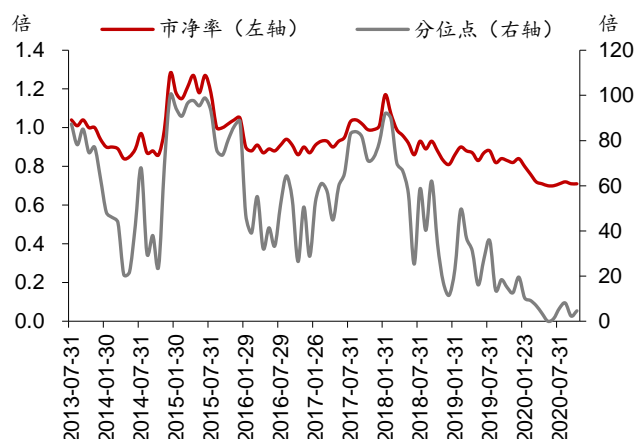
考察中证银行指数历史估值水平，截至 2020 年 10 月 30 日，中证银行指数市盈率 PE(ttm) 为 6.3 倍，处于指数发布日（2013 年 7 月 15 日）以来的 44.8% 分位数，市净率 PB(lf) 为 0.7 倍，处于 4.6% 历史分位数。由左下图知，该指数在 2020 年 7 月底市盈率处于 2016 年 3 月以来的最低水平，近 3 个月指数震荡上行，估值有所修复，但仍未到达历史中枢。由右下图知，自 2020 年初以来指数市净率和历史分位数一直维持在较低水平。

图表28： 中证银行指数市盈率 PE (ttm) 和发布以来历史分位数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

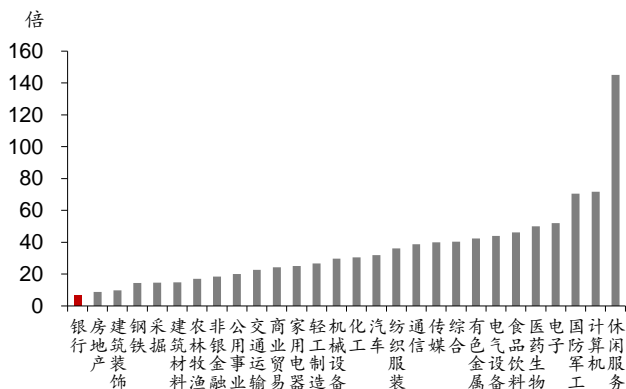
图表29： 中证银行指数市净率 PB (lf) 和发布以来历史分位数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

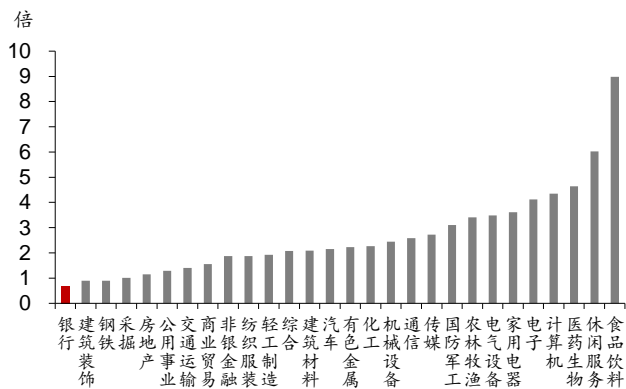
比较银行行业与其余申万一级行业估值水平，截至 2020 年 10 月 30 日，银行行业市盈率 PE (ttm) 为 6.7 倍，市净率 PB (lf) 为 0.7 倍，在 28 个一级行业里排名最低。总的来看，银行行业在时序（与自身历史水平比较）和截面（与其余一级行业比较）估值水平均较低，中证银行指数具备一定安全边际。

图表30： 申万一级行业指数市盈率 PE (ttm)



资料来源：Wind，华泰证券研究所；截至 2020 年 10 月 30 日

图表31： 申万一级行业指数市净率 PB (lf)

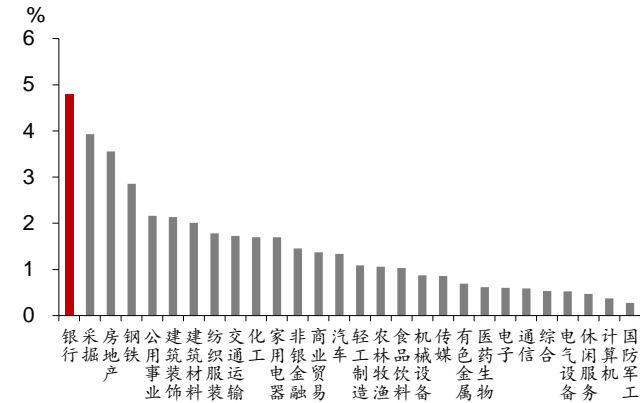


资料来源：Wind，华泰证券研究所；截至 2020 年 10 月 30 日

### 高分红行业，复利效应显著

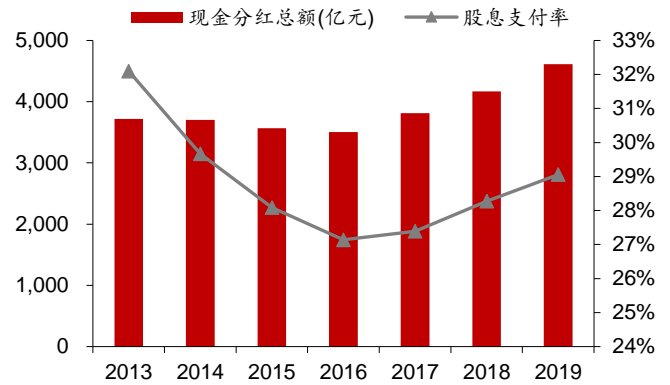
比较银行行业与其余申万一级行业股息率，如左下图所示，截至 2020 年 10 月 30 日，银行行业股息率为 4.79%，高于其余一级行业，体现出银行行业鲜明的高分红特性。观察中证银行指数在 2013~2019 年（财务年度）的现金分红总额和股息支付率，如右下图所示，股息支付率在 30% 左右，两项指标在 2016 年后逐年增加。

图表32: 申万一级行业指数股息率 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 截至 2020 年 10 月 30 日

图表33: 中证银行指数现金分红统计



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

绘制中证银行和沪深 300 价格指数及对应全收益指数的净值走势 (以 2013 年 7 月 15 日为基准归一化), 全收益指数是考虑分红再投资, 能更全面反映指数收益情况。如下图所示, 2016 年至 2020 年 6 月, 中证银行全收益指数领先于其它三只指数, 2020 年 6 月以来中证银行全收益指数仅低于沪深 300 全收益指数。

图表34: 中证银行和沪深 300 指数价格、全收益价格净值比较 (2013/7/15~2020/10/30)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 以 2013 年 7 月 15 日为基准归一化

进一步统计各指数年化收益率和累计收益率, 如下表所示。自发布日以来中证银行全收益指数年化收益率为 11.5%, 累计收益率 115.9%, 而中证银行指数年化收益率为 7.2%, 累计收益率为 63.2%, 两者年化收益率相差 4.3%, 累计收益率相差 52.7%。换言之, 中证银行指数分红带来的复利效应累计达到 52.7%。而沪深 300 指数分红带来的复利效应累计为 34.3%。我们认为, 中证银行指数高分红带来的复利效应较显著, 适合长期投资。

图表35: 中证银行和沪深 300 价格指数及对应全收益指数收益比较 (2013/7/15~2020/10/30)

	中证银行	中证银行指数全收益	沪深 300	沪深 300 指数全收益
年化收益	7.2%	11.5%	10.6%	13.1%
累计收益	63.2%	115.9%	103.5%	137.8%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 华宝中证银行 ETF 及联接基金投资价值分析

### 产品简介

华宝中证银行 ETF（基金代码：512800）是跟踪中证银行指数（指数代码：399986）的 ETF 基金，于 2017 年 7 月 18 日成立，2017 年 8 月 3 日在上交所上市。该产品以紧密跟踪标的指数，跟踪偏离度和跟踪误差最小化为投资目标。截至 2020 年 10 月 30 日，华宝中证银行 ETF 规模达到 70.14 亿元。

图表36：华宝中证银行 ETF 基本信息

基金代码	512800
基金简称	华宝中证银行 ETF
基金全称	华宝中证银行交易型开放式指数证券投资基金
跟踪指数	中证银行指数
成立日期	2017 年 7 月 18 日
上市日期	2017 年 8 月 3 日
上市板	上海证券交易所
基金公司	华宝基金管理有限公司
基金经理	胡洁
当前规模	70.14 亿（2020/10/30 数据）
投资类型	股票型基金、被动指数型基金
比较基准	中证银行指数收益率
投资目标	紧密跟踪标的指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化。
投资范围	本基金主要投资于标的指数成份股和备选成份股。为更好地实现基金的投资目标，本基金可能会少量投资于国内依法发行上市的非成份股(包括中小板、创业板及其他经中国证监会核准上市的股票)、债券、货币市场工具、权证、股指期货、资产支持证券以及法律法规或中国证监会允许基金投资的其他金融工具(但须符合中国证监会的相关规定)。如法律法规或监管机构以后允许基金投资的其他品种，基金管理人在履行适当程序后，可以将其纳入投资范围。
投资组合比例	本基金投资于标的指数成份股和备选成份股的资产比例不低于基金资产净值的 90%
投资策略	组合复制策略
管理费率	0.50%
托管费率	0.10%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

华宝中证银行 ETF 联接 A（240019）和华宝中证银行 ETF 联接 C（006697）是相对应的两只 ETF 联接基金。

### 国内银行 ETF 中规模、流动性均居首位

图表37：跟踪中证银行指数的公募基金被动指数型产品

基金名称	基金成立日	产品类型	基金规模（合并，亿元）	2020 年 1~10 月区间日均成交量（亿股）	2020 年 1~10 月区间日均成交额（亿元）
华宝中证银行 ETF	2017/7/18	ETF	68.65	2.62	2.79
基金 A	2017/6/28	ETF	11.54	0.06	0.06
基金 B	2018/10/23	ETF	3.15	0.07	0.07
基金 C	2019/10/24	ETF	2.51	0.02	0.02
基金 D	2019/12/19	ETF	1.74	0.11	0.10
基金 E	2020/4/1	ETF	1.32	0.06	0.06
基金 F	2015/6/3	LOF	3.77		
基金 G	2015/6/9	LOF	2.66		
基金 H	2015/6/5	LOF	0.91		
基金 I	2015/4/17	分级基金	40.23		
基金 J	2015/5/20	分级基金	12.31		
基金 K	2015/6/9	分级基金	6.97		
基金 L	2015/4/30	指数基金	5.02		
基金 M	2015/7/8	指数基金	85.94		

资料来源：Wind，华泰证券研究所；基金规模截至 2020 年 9 月 30 日

统计跟踪中证银行指数的公募基金被动指数型产品，如上表所示（不考虑 ETF 联接基金，如有 A、C 份额则合并统计）。ETF 产品共 6 只，LOF 共 3 只，分级基金共 3 只，其余指数基金共 2 只。ETF 产品相比于其它产品在交易便捷程度、交易费用、资金使用效率、透明度等方面均有显著优势。在 ETF 产品中，华宝中证银行 ETF 成立较早，在规模上大幅超过其余跟踪中证银行指数的 ETF 基金，在流动性上（以 2020 年 1~10 月日均成交量和成交额衡量）也大幅优于其余可比产品。

华宝中证银行 ETF 现任基金经理胡洁女士，目前担任指数研发投资部总经理。2006 年 6 月加入华宝基金管理有限公司，先后在交易部、产品开发部、量化投资部工作，拥有 14 年证券从业经验。截至 2020 年 9 月 30 日管理基金规模共计 247.50 亿元，拥有丰富被动型基金管理经验。

投资者既可在场内直接投资银行 ETF(512800)，也可在场外投资银行 ETF 联接 A(240019) 和银行 ETF 联接 C (006697)，其跟踪标的指数均是中证银行指数。

### 风险提示

本报告对历史数据进行梳理总结，历史结果不能简单预测未来，规律存在失效风险。报告中涉及到的具体基金产品不代表任何投资建议，请投资者谨慎、理性地看待。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈娟、蒋昭鹏、林晓明、何康，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。



## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、蒋昭鹏、林晓明、何康本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15% 以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

#### 法律实体披露

**中国：**华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J  
**香港：**华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809  
**美国：**华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

#### 华泰证券股份有限公司

##### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

##### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

##### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/  
邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

##### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

#### 华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

#### 华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司