

推荐 (维持)

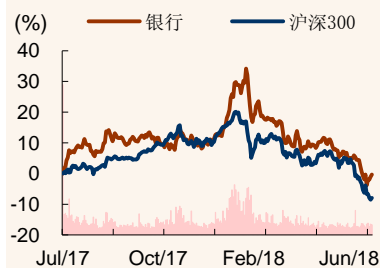
估值底还有效吗？全方位对比银行信用风险

2018年07月09日

银行资产质量深度专题之一

| | |
|-----------|------------|
| 上证指数 | 2815 |
| 行业规模 | |
| | 占比% |
| 股票家数 (只) | 26 0.7 |
| 总市值 (亿元) | 60665 12.6 |
| 流通市值 (亿元) | 56980 15.0 |

| | | | |
|------|------|-------|------|
| 行业指数 | | | |
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | -7.0 | -11.4 | -0.6 |
| 相对表现 | 5.3 | 7.3 | 7.5 |



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《金融资产投资公司管理办法（试行）》点评—政策态度明确，市场化债转股有望加速落地》2018-07-01
- 2、《资管新规深度专题—银行股为何下跌？兼论资管新规的深远影响》2018-06-27

邹恒超

021-68407543

zouhc@cmschina.com.cn

S1090515040001

核心观点：银行板块估值已落至 0.75x18PB，和 14-16 年最低估值接近，但我们认为目前银行面临的整体信用风险要低于 14-16 年，市场对银行过于悲观的预期存在修复空间。同时我们认为大小银行的资产质量会出现分化，小银行受信用紧缩及不良认定趋严影响资产质量会出现反复，个股上推荐受去杠杆影响较小、资产结构以传统存贷款业务为主、客户结构以大型企业为主的大行和招行。

- 去杠杆到了哪个阶段？我们认为总体上处于下半场位置，政策微调已经开始。本轮去杠杆从 2017 年开始、从表内至表外，目前来看表内去杠杆接近尾声（表内非标资产较 17 年初压缩 18%，同业负债占比基本已经达标，银行总资产增速已显著低于 M2 增速），表外去杠杆正在开始，整体上我们认为去杠杆已进行至下半场。结合货币政策报告中对去杠杆的描述从 1 季度的全面去杠杆到 2 季度的结构性去杠杆，央行货币政策委员会委员刘世锦表示去杠杆初见成效、进入稳杠杆阶段，以及二季度两次降准、明确银行债转股办法、针对小微企业出台降低融资成本等措施来看，政策微调已经开始。
- 对比 14-16 年，目前由企业盈利恶化导致的信用风险显著降低，信用紧缩下因流动性困难导致的偿还风险有所上升，整体评估银行面临的信用风险要低于 14-16 年。1) 由信用紧缩导致的流动性风险相较于盈利恶化导致的信用风险更为可控，属于监管层主动捅破局部金融风险打破刚兑，但目的并非是造成大规模的系统性金融风险。按照我国政策一贯相机抉择的传统和守住不发生系统性风险的底线，料监管主动紧信用的影响不会由量变上升为质变；2) 流动性风险下信用债违约率上升不能掩盖企业盈利改善带来的银行不良净生成率下降。银行不良净生成率在 15 年 4 季度见顶，经历供给侧去产能后企业盈利改善，17 年 4 季度银行不良净生成率已回落至 0.87%，远低于 15 年 4 季度峰值 1.6% 的水平。信用债违约率按目前已发生违约金额年化计算，18 年年化信用债违约率达 0.58%，较 16、17 年 0.24% 和 0.20% 的水平显著上升，但和银行不良贷款净生成率的改善相比仍然处于可控范围。
- 银行严格口径下的潜在不良率（5-6%）远低于目前估值所隐含的不良率（10%）。目前银行板块 2017 年静态 PB 估值为 0.87 倍、2018 年动态 PB 股值为 0.75 倍，已和 2014-2016 年最低估值水平接近，隐含银行表内外全口径不良资产比例达到 10%，目前银行实际最严格口径的不良资产比例估算 5-6%（贷款不良+关注类比例 5.32%，非标中存在风险的参照对公贷款预计 6% 左右，信用债累计违约率 0.77%），距离目前估值隐含不良水平有 4-5% 的距离。
- 风险提示：1) 去杠杆节奏失当导致银行资产质量恶化超预期；2) 中美贸易战进一步升级。

敬请阅读末页的重要说明

正文目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 一、去杠杆：总体处于下半场位置..... | 4 |
| (一) 表内去杠杆：接近尾声..... | 4 |
| (二) 表外去杠杆：正在开始..... | 6 |
| 二、信用风险：整体好于 14-16 年..... | 7 |
| (一) 企业盈利状况更好..... | 9 |
| (二) 企业流动性状况更差..... | 10 |
| 三、不良水平：潜在不良远低于估值隐含不良..... | 11 |
| (一) 银行全口径风险敞口：贷款+非标+信用债 123 万亿..... | 12 |
| (二) 目前估值隐含不良预期：10%不良率才会侵蚀净资产..... | 13 |
| (三) 银行实际不良情况：严格口径下潜在不良率 5-6%..... | 14 |
| 四、投资建议..... | 15 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 其他存款性公司总资产增速已低于 M2 增速 | 6 |
| 图 2: 2017 年末银行理财中非标资产余额 4.79 万亿 | 6 |
| 图 3: 2018 年以来社融中委托贷款和信托贷款持续下降 | 7 |
| 图 4: 老 16 家上市银行不良贷款净生成率较 15 年 4 季度有明显改善 | 8 |
| 图 5: 18 年以来信用债年化新发生违约率有所上升但仍处于可控范围 | 8 |
| 图 6: 17-18 年工业企业利润增速远好于 12-16 年 | 9 |
| 图 7: 工业企业利润率和毛利率均为 11 年以来同期最高 | 9 |
| 图 8: 2016 年下半年工业企业亏损额开始降低 | 9 |
| 图 9: 17 年以来工业企业利息保障倍数高于 12-16 年 | 9 |
| 图 10: 目前各类型企业 PMI 好于 13-16 年同期水平 | 10 |
| 图 11: 2018 年前 7 个月信用债违约金额和主体明显上升 | 11 |
| 图 12: 目前银行板块 PB 估值已接近历史最低水平 | 12 |
| 图 13: 商业银行表内外对企业债权的风险敞口 | 13 |
| 图 14: 存量拨备、当年拨备前利润、13%的净资产可覆盖全口径不良率升至 10%.. | 14 |
| 图 15: 商业银行不良贷款率+关注类贷款比例 | 15 |
| 表 1: 2017 年上市银行表内非标资产较 2016 年末下降 18% | 4 |
| 表 2: 同业负债+同业存单占比持续下降, 1Q18 绝大部分银行已达标 | 5 |

一、去杠杆：总体处于下半场位置

去杠杆到了哪个阶段？我们认为总体上处于下半场位置，政策微调已经开始。本轮去杠杆从 2017 年开始、从表内至表外，目前来看表内去杠杆接近尾声（表内非标资产较 17 年初压缩 18%，同业负债占比基本已经达标，银行总资产增速已显著低于 M2 增速），表外去杠杆正在开始，整体上我们认为去杠杆已进行至下半场。结合货币政策报告中对去杠杆的描述从 1 季度的全面去杠杆到 2 季度的结构性去杠杆，央行货币政策委员会委员刘世锦表示去杠杆初见成效、进入稳杠杆阶段，以及二季度两次降准、下发银行债转股办法、针对小微企业出台降低融资成本等措施来看，政策微调已经开始。

（一）表内去杠杆：接近尾声

表内非标资产规模压缩 20%。截至 2017 年末，26 家上市银行表内非标资产余额合计 7.1 万亿，较 2016 年末下降 1.9 万亿，压缩 20%，占总资产比例也从 2016 年的 6.4% 下降至 2017 年的 4.8%。

表 1：2017 年上市银行表内非标资产较 2016 年末下降 20%

| 单位：亿 | 2016 | | | | 2017 | | | |
|------|-------------|--------------|------------|--------|-------------|--------------|------------|--------|
| | 应收款项 类投资 | 可供出售 金融资产 | 非标资产 合计 | 非标占比 | 应收款项 类投资 | 可供出售 金融资产 | 非标资产 合计 | 非标占比 |
| 工行 | 1,121 | | 1,121 | 0.46% | 1,018 | | 1,018 | 0.39% |
| 农行 | 252 | 58 | 310 | 0.16% | 287 | 163 | 450 | 0.21% |
| 中行 | 229 | | 229 | 0.13% | 142 | | 142 | 0.07% |
| 建行 | 1,474 | | 1,474 | 0.70% | 516 | | 516 | 0.23% |
| 交行 | 2,868 | | 2,868 | 3.41% | 2,731 | | 2,731 | 3.02% |
| 招行 | 5,020 | | 5,020 | 8.45% | 5,564 | | 5,564 | 8.83% |
| 民生 | 10,513 | | 10,513 | 17.83% | 7,469 | | 7,469 | 12.66% |
| 兴业 | 17,631 | 1,578 | 19,209 | 31.56% | 14,415 | 240 | 14,655 | 22.84% |
| 浦发 | 9,378 | 1,840 | 11,218 | 19.15% | 5,852 | 533 | 6,385 | 10.40% |
| 中信 | 10,375 | | 10,375 | 17.49% | 5,341 | | 5,341 | 9.41% |
| 光大 | 6,271 | | 6,271 | 15.60% | 5,144 | | 5,144 | 12.58% |
| 华夏 | 1,968 | | 1,968 | 8.35% | 2,520 | | 2,520 | 10.04% |
| 平安 | 3,686 | | 3,686 | 12.48% | 3,019 | | 3,019 | 9.29% |
| 北京 | 2,258 | 250 | 2,507 | 11.85% | 3,371 | 88 | 3,458 | 14.84% |
| 宁波 | 999 | 1,573 | 2,572 | 29.06% | 959 | 604 | 1,563 | 15.14% |
| 南京 | 2,180 | 340 | 2,520 | 23.68% | 2,440 | 126 | 2,566 | 22.49% |
| 上海 | 2,374 | | 2,374 | 13.53% | 1,358 | | 1,358 | 7.51% |
| 江苏 | 1,817 | | 1,817 | 11.37% | 2,955 | | 2,955 | 16.69% |
| 杭州 | 526 | 1,560 | 2,085 | 28.95% | 1,009 | 1,452 | 2,461 | 29.54% |
| 贵阳 | 560 | 82 | 641 | 17.23% | 1,124 | 102 | 1,226 | 26.42% |
| 成都 | 375 | 291 | 666 | 18.47% | 433 | 37 | 470 | 10.82% |
| 无锡 | 94 | 95 | 189 | 15.15% | 54 | 96 | 150 | 10.96% |
| 常熟 | 129 | 28 | 157 | 12.07% | 158 | 4 | 162 | 11.11% |
| 江阴 | 9 | 68 | 77 | 7.37% | | 33 | 33 | 3.02% |
| 吴江 | | 48 | 48 | 5.89% | 9 | 46 | 55 | 5.76% |
| 张家港 | 48 | | 48 | 5.34% | 77 | | 77 | 7.50% |
| 上市银行 | 82,154 | 7,811 | 89,965 | 6.44% | 67,966 | 3,524 | 71,490 | 4.82% |

资料来源：公司财报、招商证券

同业负债占比持续下降，大部分银行已经达标。2017 年以来，银行同业负债+同业存单占总负债比例持续降低，截至 2018 年 1 季度末，上市银行整体同业负债占比已较 2016 年下降 3 个百分点，除兴业、杭州、浦发还略有压力以外，其余上市银行同业负债占比均已达标。

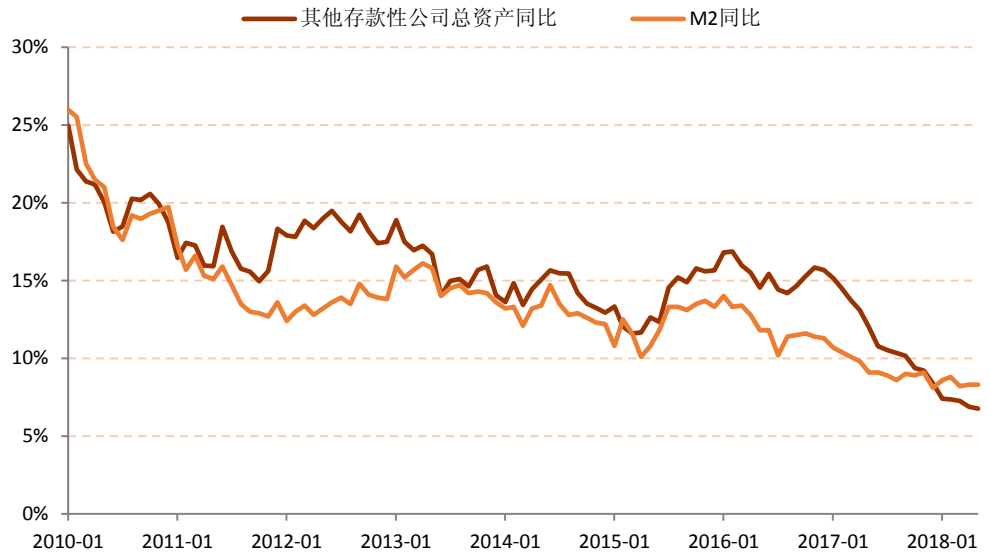
表 2: 同业负债+同业存单占比持续下降，1Q18 绝大部分银行已达标

| | 2015 | 2016 | 2017 | 1Q18 |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 工行 | 12.8% | 11.8% | 11.5% | 9.9% |
| 农行 | 9.9% | 9.2% | 8.1% | 6.5% |
| 中行 | 14.3% | 10.3% | 10.8% | 10.4% |
| 建行 | 12.0% | 11.0% | 8.8% | 8.1% |
| 交行 | 22.8% | 23.0% | 22.1% | 16.5% |
| 招行 | 24.5% | 20.9% | 17.5% | 17.2% |
| 民生 | 26.3% | 32.0% | 31.9% | 30.6% |
| 兴业 | 44.4% | 44.6% | 39.0% | 37.7% |
| 浦发 | 33.2% | 37.4% | 37.6% | 34.1% |
| 中信 | 28.3% | 26.2% | 24.3% | 20.0% |
| 光大 | 27.4% | 34.9% | 26.8% | 25.4% |
| 华夏 | 24.5% | 28.1% | 27.1% | 26.3% |
| 平安 | 22.5% | 25.3% | 25.2% | 24.9% |
| 北京 | 32.5% | 31.2% | 29.2% | 27.6% |
| 宁波 | 37.5% | 27.2% | 30.1% | 25.1% |
| 南京 | 26.6% | 24.1% | 23.1% | 19.9% |
| 上海 | 38.0% | 38.9% | 36.7% | 33.5% |
| 江苏 | 31.8% | 32.2% | 30.9% | 29.5% |
| 杭州 | 31.0% | 38.9% | 34.8% | 35.2% |
| 贵阳 | 16.3% | 22.0% | 28.2% | 26.9% |
| 成都 | 10.5% | 16.5% | 20.9% | 16.5% |
| 无锡 | 13.7% | 12.1% | 9.7% | 9.7% |
| 常熟 | 14.3% | 21.1% | 20.1% | 19.6% |
| 江阴 | 14.1% | 19.3% | 16.0% | 18.3% |
| 吴江 | 9.4% | 8.6% | 15.0% | 15.5% |
| 张家港 | 21.8% | 17.4% | 19.4% | 18.5% |
| 上市银行 | 18.8% | 18.7% | 17.3% | 15.6% |

资料来源：公司财报、招商证券

银行资产总增速已低于 M2 增速。一般而言，M2 增速和银行总资产增速偏离不大，但随着银行非标业务的兴起，同业投资带来的信用扩张能力高于传统存贷业务（同业投资的资金来源主要是同业负债，无须缴纳存款准备金），导致银行总资产增速明显高于 M2 增速，如 2012 年、2015 年下半年到 2016 年。而伴随着同业监管趋严，银行总资产增速又开始向 M2 增速回归，如 2013 年和 2017 年，目前银行总资产增速已显著低于 M2 增速。

图 1：其他存款性公司总资产增速已低于 M2 增速

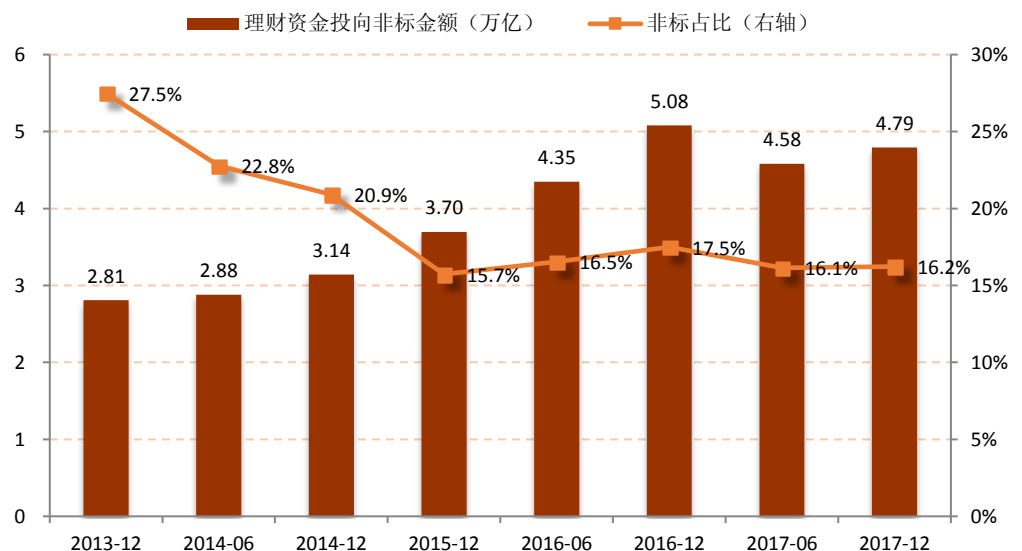


资料来源：Wind、招商证券

(二) 表外去杠杆：正在开始

2018-2020 年非标资产年均到期 1.1 万亿，长期限非标资产目前尚无较好的解决办法，到期不再续做是银行主流的处置方式。2017 年末银行理财产品余额 29.74 万亿，按照非标资产占比 16.22% 计算，表外非标存量规模 4.8 万亿，其中 2020 年底前到期的占比 71%，2020 年以后到期的占比 29%，则 2018-2020 年非标资产年均到期 1.1 万亿。

图 2：2017 年末银行理财中非标资产余额 4.79 万亿



资料来源：Wind、招商证券

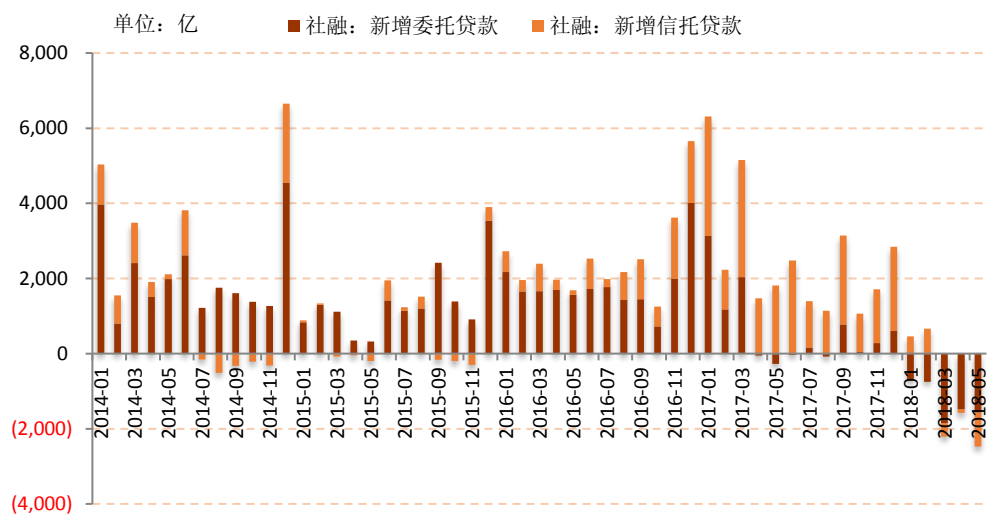
- 长期限非标资产银行普遍没有很好的解决办法。监管整体的思路是回归本源，信贷回表内，因此理财对接非标的规模会下降。将非标资产拆成若干期限用理财对接操

作的可行性也不大（比如非标融资需求是 2 年，银行先发行产品 1 年的产品，1 年后再续发）：一方面，若把资产的期限拆分开，兑付后又募集，首先需要募集期，而且银保监会不会批准；另一方面，部分银行以往通过贷款给非标融资主体还银行理财产品的钱，来处理理财产品的不良，但随着监管的持续完善，表内外资产的风险隔离不允许这种操作。

- **到期不再续做是银行的主流处置方式。**在 2020 年前到期的短期非标没有问题，自然到期结束；2021 年前到期的问题也相对不大，银行可以发行 1 年期产品承接资产；如果是在 2021 年以后到期的资产，银行会根据定价采取不同的措施，定价高的银行可以通过发行 2 年期的产品对接，其它银行可以通过 ABS 转标、卖给险资，最后消化不掉的资产再回表。

社融中的信托贷款、委托贷款未来将继续收缩。非标资产期限大多集中在 2-3 年，上一轮非标债务扩张开始于 2015 年下半年，2018 年迎来到期高峰，因此整个 2018 年全年非标资产都存在较大的到期压力。

图 3：2018 年以来社融中委托贷款和信托贷款持续下降



资料来源：Wind、招商证券

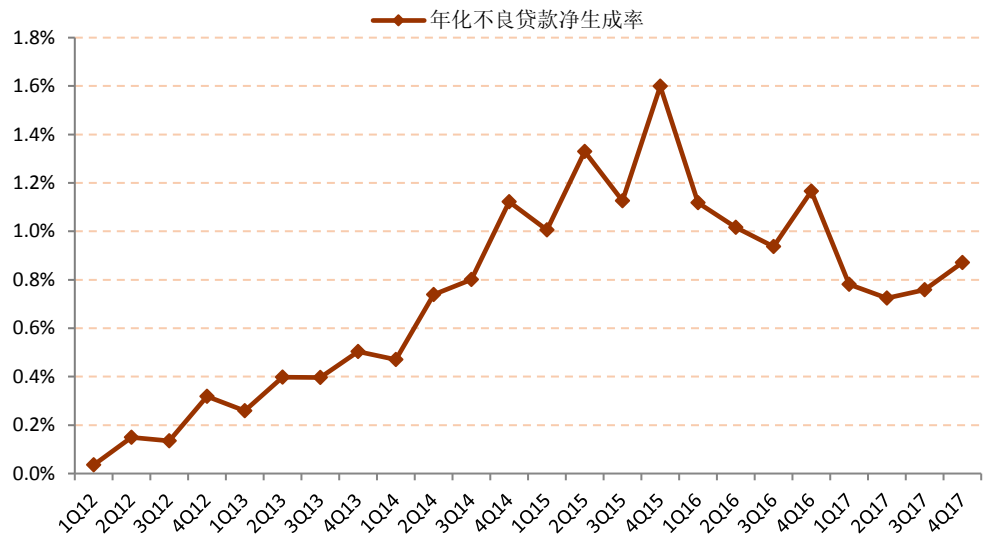
二、信用风险：整体好于 14-16 年

对比 14-16 年，目前由企业盈利恶化导致的信用风险显著降低，信用紧缩下因流动性困难导致的偿还风险有所上升，整体评估银行面临的信用风险要低于 14-16 年。

- **政策意图是主动捅破局部风险而非造成系统性风险，料监管主动紧信用的影响不会由量变上升为质变。**银行的信用风险来自于两个方面，一是企业盈利恶化导致的信用风险，二是信用紧缩下因流动性困难导致的偿还风险。目前来看，经历供给侧去产能后企业的盈利状况好于 14-16 年，但去杠杆持续推进导致企业的流动性偿还能力差于 14-16 年。总体上我们认为，由信用紧缩导致的流动性风险相较于盈利恶化导致的信用风险更为可控，属于监管层主动捅破局部金融风险打破刚兑，但目的并非是造成大规模的系统性金融风险。按照我国政策一贯相机抉择的传统和守住不发生系统性风险的底线，料监管主动紧信用的影响不会由量变上升为质变，银行面临的整体信用风险要低于 14-16 年。

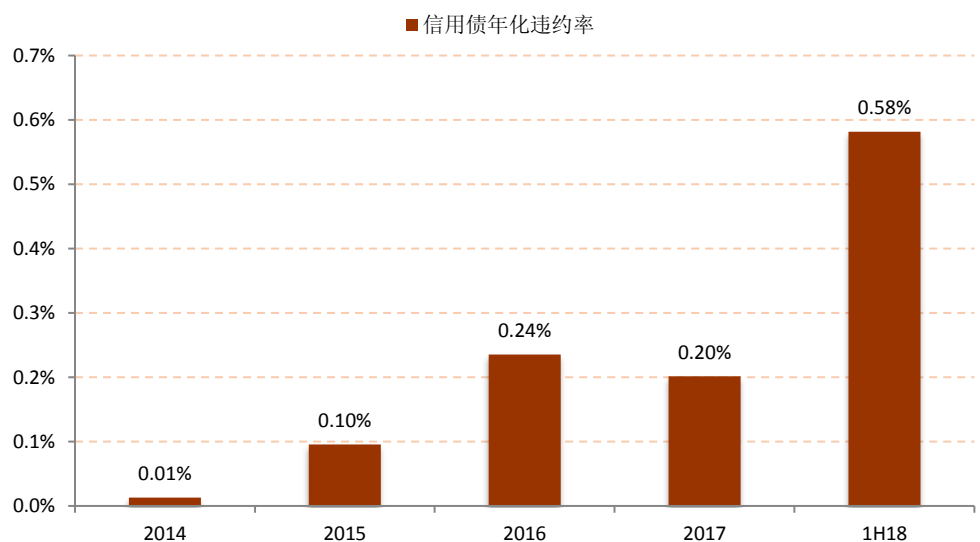
➤ 流动性风险下信用债违约率上升不能掩盖企业盈利改善带来的银行不良净生成率下降。银行不良净生成率在 15 年 4 季度见顶, 经历供给侧去产能后企业盈利改善, 17 年 4 季度银行不良净生成率已回落至 0.87%, 远低于 15 年 4 季度峰值 1.6% 的水平。信用债违约率按目前已发生违约金额年化计算, 18 年年化信用债违约率达 0.58%, 较 16、17 年 0.24% 和 0.20% 的水平显著上升, 但和银行不良贷款净生成率的改善相比仍然处于可控范围。

图 4: 老 16 家上市银行不良贷款净生成率较 15 年 4 季度有明显改善



资料来源: 公司财报、招商证券

图 5: 18 年以来信用债年化新发生违约率有所上升但仍处于可控范围



资料来源: Wind、招商证券

(一) 企业盈利状况更好

从工业企业盈利状况和偿债能力来看,经历供给侧去产能后,工业企业毛利率、利润率、亏损额、EBIT 利息保障倍数目前均好于 14-16 年。

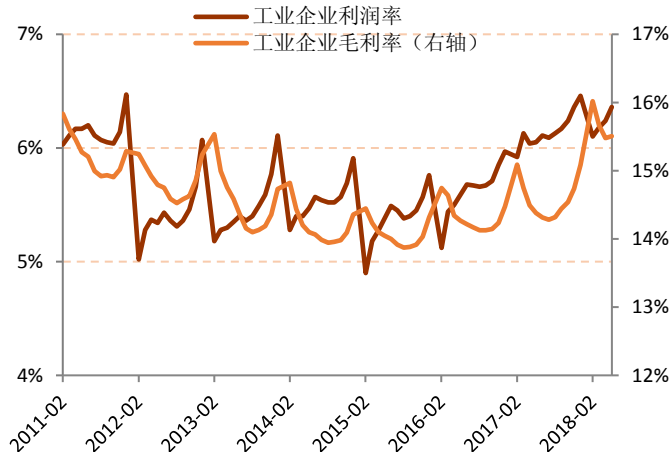
- **利润增速:** 工业企业利润同比增速自 18 年 3 月以来止跌回升,5 月份工业企业利润同比增长 16.5%,远好于 12-16 年同比下滑到个位数增长的波动。
- **利润率和毛利率:** 18 年 5 月工业企业利润率和毛利率分别为 6.4%和 15.5%,均为 2011 年以来同期最高水平。
- **累计亏损额:** 工业企业累计亏损额自 2015 年达到高峰后,16、17 年持续改善,虽然进入 18 年后亏损额开始扩大,但增速仍处于低位。
- **利息保障倍数:** 从工业企业 EBIT 利息保障倍数来看,2017 年利息保障倍数开始回升至接近 11 年水平,虽然 18 年有所下滑,但仍旧好于 12-16 年的平均水平。

图 6: 17-18 年工业企业利润增速远好于 12-16 年



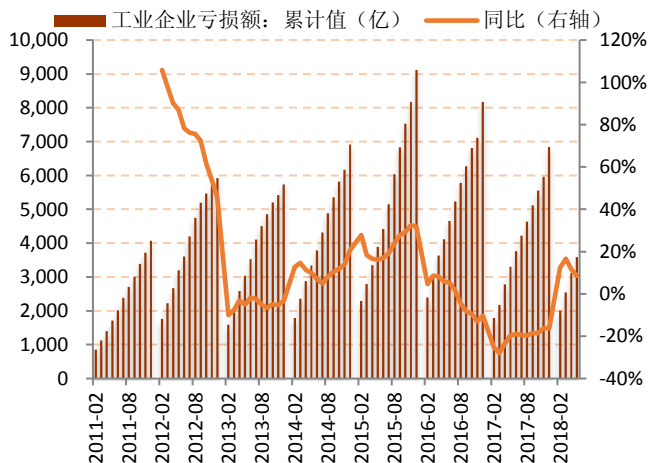
资料来源: Wind、招商证券

图 7: 工业企业利润率和毛利率均为 11 年以来同期最高



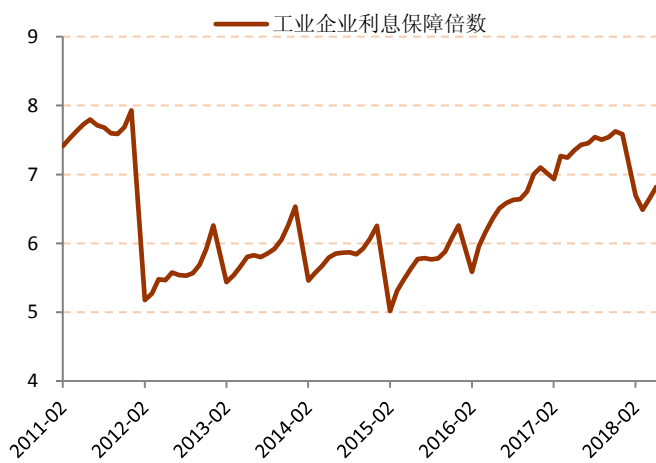
资料来源: Wind、招商证券

图 8: 2016 年下半年工业企业亏损额开始降低



资料来源: Wind、招商证券

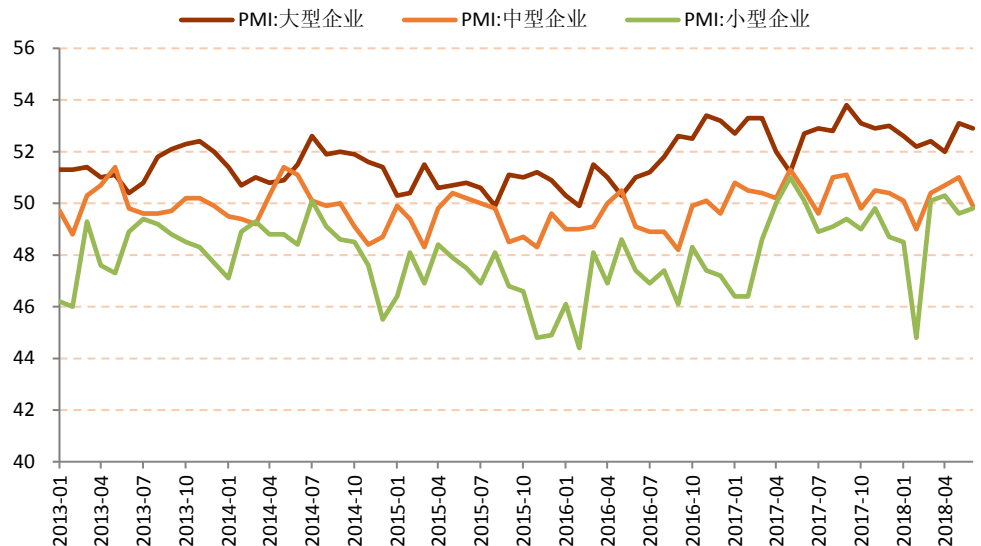
图 9: 17 年以来工业企业利息保障倍数高于 12-16 年



资料来源: Wind、招商证券

PMI 自 18 年 3 月份以来逐渐回升，且好于 13-16 年同期水平。大型企业 PMI 中枢较 13-16 年明显上升；中型企业 PMI 17-18 年多在枯荣线以上，远好于与 13-16 年中型企业 PMI 多数时间低于 50 的情况；小型企业 PMI 3 月份开始好转且好于 13-16 年同期水平。

图 10：目前各类型企业 PMI 好于 13-16 年同期水平

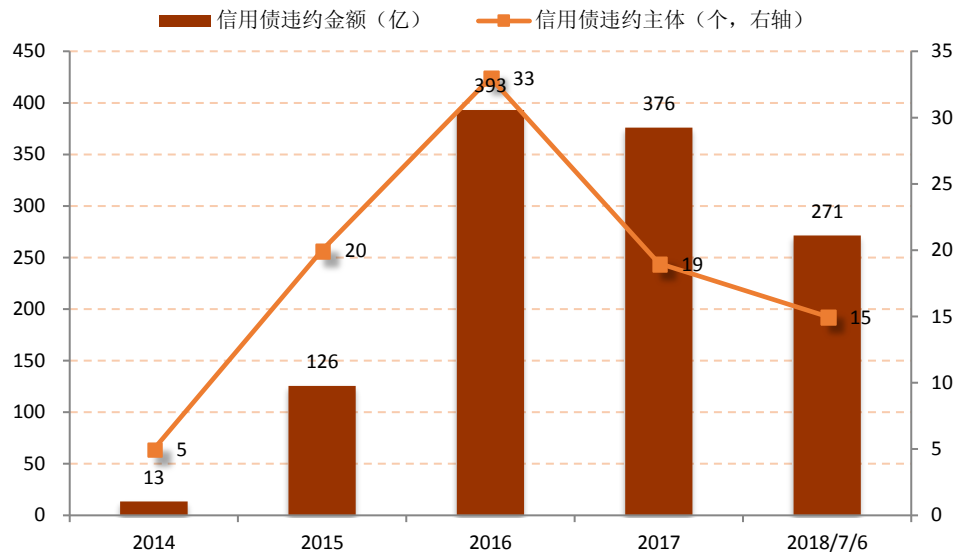


资料来源：Wind、招商证券

（二）企业流动性状况更差

信用紧缩对企业流动性风险的负面影响较为明显。今年 4 月份以来债券市场民营企业的违约事件明显增多，目前看紧信用对经济的影响主要集中于民企和中小型企业方面。部分债券违约企业本来现金流能够覆盖利息，但是今年融资环境太紧，融资无法续上最终导致违约。截至 2018 年 7 月 6 日，信用债违约共涉及 15 家发行主体发行的 27 只债券，同比多增 5 家，涉及违约的债券面值达到 271 亿，相较 16、17 年全年 393 亿、376 亿的违约金额明显上升。

图 11: 2018 年前 7 个月信用债违约金额和主体明显上升



资料来源: Wind、招商证券

和由盈利恶化导致的信用风险不同，由于信用紧缩导致的流动性风险更为可控。金融去杠杆属于监管层主动捅破局部金融风险打破刚兑，但目的并非是造成大规模的系统性金融风险，按照我国政策一贯相机抉择的传统和守住不发生系统性风险的底线，料监管主动紧信用的影响不会由量变上升为质变。

三、不良水平：潜在不良远低于估值隐含不良

银行严格口径下的潜在不良率（5-6%）远低于目前估值所隐含的不良率（10%）。目前银行板块 2017 年静态 PB 估值为 0.87 倍、2018 年动态 PB 股值为 0.75 倍，已和 2014-2016 年最低估值水平接近，隐含银行表内外全口径不良资产比例达到 10%，目前银行实际最严格口径的不良资产比例估算 5-6%（贷款不良+关注类比例 5.32%，非标中存在风险的参照对公贷款预计 6%左右，信用债累计违约率 0.77%），距离目前估值隐含不良水平有 4-5% 的距离。

图 12: 目前银行板块 PB 估值已接近历史最低水平



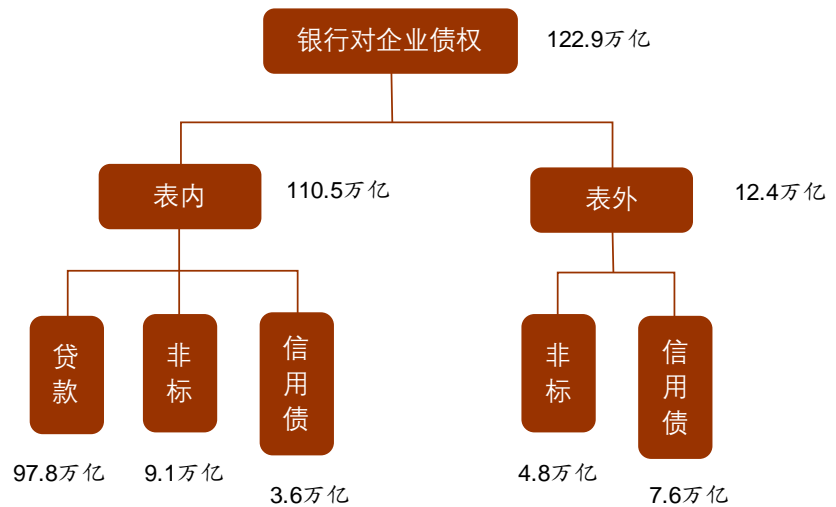
资料来源：Wind、招商证券

（一）银行全口径风险敞口：贷款+非标+信用债 123 万亿

2017 年末商业银行表内外贷款+非标+信用债规模合计 123 万亿。其中，商业银行贷款余额 97.8 万亿，非标资产 13.9 万亿（其中表内 9.1 万亿，表外 4.8 万亿），信用债 11.2 万亿（表内 3.6 万亿，表外 7.6 万亿）。

- **非标资产：**1) 表内：2017 年末 26 家上市银行表内非标资产余额 7.1 万亿，按照上市银行总资产占商业银行比例 78% 计算，商业银行整体表内非标资产余额约 9.1 万亿；2) 表外：2017 年末银行理财资金余额 29.7 万亿，其中 16.22% 投向非标资产，则商业银行表外非标资产余额 4.8 万亿。
- **信用债：**1) 表内：26 家上市银行表内持有信用债规模 2.8 万亿，按照上市银行总资产占商业银行比例推算，商业银行表内持有信用债规模约 3.6 万亿；2) 表外：2016 年上半年《中国银行业理财报告》披露了信用债投资情况，信用债占理财投资资产余额 28.96%，表外信用债规模约 7.6 万亿，其中 AAA 级占比 55.7%，AA+ 级占比 25.0%，AA 级占比 18.1%。

图 13: 商业银行表内外对企业债权的风险敞口



资料来源: 招商证券

(二) 目前估值隐含不良预期: 10%不良率才会侵蚀净资产

目前估值所隐含的预期是银行不良损失=2017 年拨备余额+2018 年拨备前利润+2017 年 13%的净资产。银行对不良的消化由三部分构成: 1) 拨备余额: 银行在核销不良贷款时同时减少已计提拨备; 2) 当年拨备前利润: 存量拨备不足以消化不良贷款损失时, 银行可以用当年利润来抵减不良贷款损失; 3) 净资产: 当年利润亦不够消化不良损失时, 最后才会侵蚀到银行的净资产。

- **拨备余额:** 2017 年末商业银行贷款+非标资产拨备余额 3.2 万亿, 其中贷款拨备余额 3.09 万亿, 非标资产拨备余额 0.11 万亿 (根据上市银行应收款项类投资减值准备 820 亿推算)。
- **拨备前利润:** 2017 年商业银行净利润 1.75 万亿, 预计 2018 年增长 5%至 1.84 万亿, 考虑拨备前利润/净利润约为 1.8 倍, 则 2018 年商业银行拨备前利润为 3.3 万亿。
- **净资产:** 2017 年末商业银行净资产合计 14.6 万亿, 13%的净资产对应 1.9 万亿。

我们假设银行全口径不良资产最终损失金额比例约为 70%, 这意味目前估值下隐含的商业银行全口径不良资产比例达到 10%。其中各类不良资产损失率假设:

- **贷款:** 由于银行贷款中一半为抵押和质押贷款, 即便贷款形成不良后还可以通过处置房产、厂房、设备等抵押物收回一部分资金, 根据不良资产转让给 AMC 一般按照 3-4 折出售, 假设银行不良贷款最终损失金额比例为 70%。
- **非标:** 假设损失率与不良贷款一致均为 70%。
- **信用债:** 2014 年以来违约债券兑付比例 8.5%, 假设信用债违约损失率为 90%。

图 14: 存量拨备、当年拨备前利润、13%的净资产可覆盖全口径不良率升至 10%



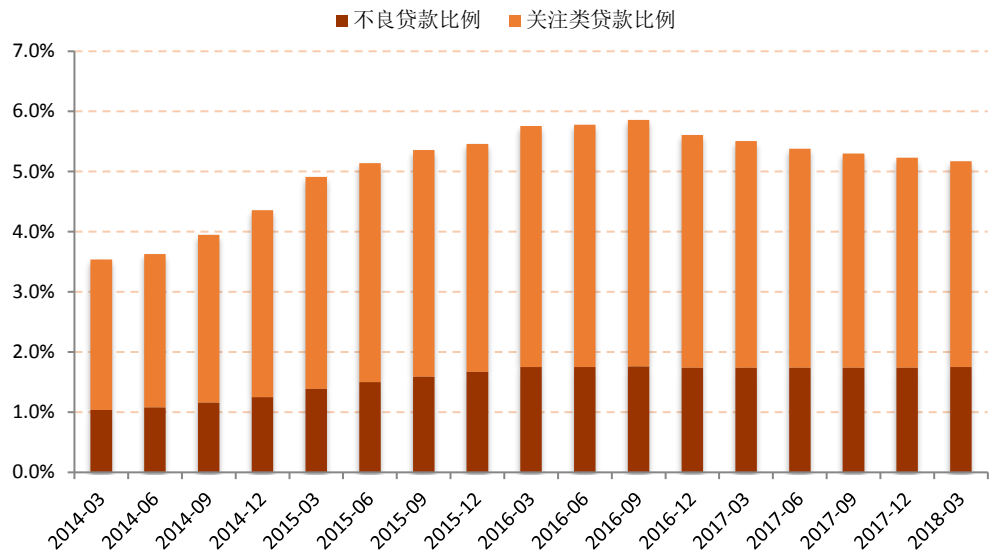
资料来源：招商证券

（三）银行实际不良情况：严格口径下潜在不良率 5-6%

商业银行严格口径下的潜在不良率为 5-6%，离目前估值隐含的不良率还有 4-5%的距离。

- **贷款：**问题贷款比例（不良+关注）合计为 5.32%。1）不良率：2018 年 5 月末，商业银行不良贷款率 1.90%，较 3 月末的 1.75%上升 15bp，不良率跳升一个原因是商业银行贷款分类要求趋严，监管部门要求各银行将逾期 90 天以上贷款计入不良贷款之中；2）关注类：2018 年 3 月末商业银行关注类贷款比例为 3.42%。

图 15: 商业银行不良贷款率+关注类贷款比例



资料来源: Wind、招商证券

- **非标:** 银行并未披露非标资产的资产质量, 参照上市银行对公贷款不良率高于零售贷款不良率 100bp 左右, 高于整体不良率 50bp 左右, 非标资产不良+关注类贷款比例估计在 6%左右。
- **信用债:** 2014 年以来信用债累计违约率为 0.77%, 其中 2018 年截至到 7 月 6 日, 新发生信用债违约率达到 0.29%, 超过 2016 和 2017 年全年水平, 但较不良贷款的净生成率还是更低。

四、投资建议

银行板块估值已落至 0.75x18PB, 和 14-16 年最低估值接近, 但我们认为目前银行面临的整体信用风险要低于 14-16 年, 市场对银行过于悲观的预期存在修复空间。同时我们认为大小银行的资产质量会出现分化, 小银行受信用紧缩及不良认定趋严影响资产质量会出现反复, 个股上推荐受去杠杆影响较小、资产结构以传统存贷款业务为主、客户结构以大型企业为主的大行和招行。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

邹恒超，上海财经大学金融学硕士，厦门大学金融学学士，曾任职于国金证券和民生证券，对银行业具有深刻的理解。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。