

推荐 (维持)

“扫雷”农商行

2018年07月31日

银行资产质量深度专题之二

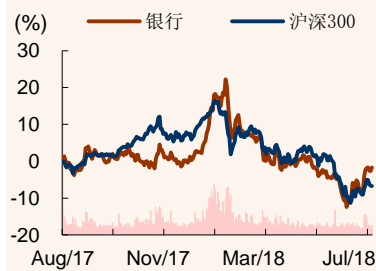
上证指数 2869

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	26	0.7
总市值 (亿元)	64043	12.8
流通市值 (亿元)	60134	15.1

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、《国务院常务会议点评—不要纠结，迎接年内最大行情》2018-07-24
- 2、《对理财新规和资管新规补充通知的点评—从紧信用到稳信用，风险推迟但非消除》2018-07-22
- 3、《6月份金融统计数据点评—换个视角看数据，透露出什么信号？》2018-07-15

邹恒超

021-68407543
zouhc@cmschina.com.cn
S1090515040001

导读: 7月份以来农商行频频爆雷, 引发市场对银行资产质量的担忧。农商行到底是什么样的银行? 爆雷个案是否具有普遍性? 哪些地方的农商行踩雷的可能性较大? 针对以上疑问, 我们为投资者奉上一份农商行的“扫雷”指南。

- **农商行到底是银行, 还是地方政府融资工具? 区别对待。** 直辖市 (如北京、上海、天津、重庆等)、经济较为发达的省份 (如江苏、浙江、四川、湖北等), 农商行具备完善的公司治理结构、市场化程度高, 话语权较强, 扮演着十足的“银行”角色; 而在其他大多数省份, 农商行受到省联社的牵制依旧较强, 甚至被作为地方政府的一大融资平台。
- **农商行不良上升的核心原因? 原来就高还是最近升高?** 农商行贷款多投向小微和涉农, 同时区域高度集中、风险较难分散, 因而资产质量整体偏弱, 不良率波动更大、不良见顶时间更久。7月以来已有多家农商行因不良率大幅上升被调低评级, 细究其背后原因, 不良的历史包袱和公司治理的先天不足更甚于经营的短期恶化: 1) 认定标准趋严带来的不良显性化, 如贵阳农商行、山东邹平农商行; 2) 非真实转让的不良资产回表, 如安徽宣城皖南农商行; 3) 公司治理水平较低, 原董事长存在违纪, 如贵阳农商行、山西侯马农商行。
- **后续农商行不良是否会持续暴露? 预计会持续。** 一方面, 农商行资产质量历史包袱较大, 随着监管强化要求贷款分类真实反映, 原来划分在逾期、关注类贷款中的潜在不良将逐渐浮出水面; 另一方面, 农商行贷款主要投向于小微和涉农客户, 在供给侧改革中受益并不明显 (供给侧改革带动企业盈利回升主要集中在规模以上的大中型企业), 随着今年经济下行压力增大, 小微和涉农又将是不良暴露的灾区。
- **哪些地方的农商行会率先爆雷?** 经济较为落后、省联社强管理的地区, 农商行未来不良压力较大, 例如山东、安徽、贵州、河北、河南、山西等地, 主要集中在环渤海、中西部地区。根据我们统计, 直辖市如上海、北京、天津、重庆的农商行无论是不良率还是关注类贷款比例、逾期贷款比例均处于较低水平; 经济市场化较高、省联社弱管理的江苏、浙江地区的农商行绝大部分资产质量也没有明显异常; 经济欠发达、省联社强管理的山东、安徽、贵州、河北、河南、山西等地的农商行资产质量问题较为严重。
- **仅压制中小行估值, 还是会拖累大行估值?** 随着农商行不良爆发个案频出, 市场情绪趋于悲观导致银行板块整体下跌, 部分资产质量趋势改善的银行也会遭到错杀; 但反弹过程中不同银行会分化, 资产质量确实改善的银行会得到纠偏, 而资产质量持续恶化的银行仍然趴在底部。
- **风险提示: 1) 资产质量恶化超预期; 2) 中美贸易战进一步升级。**

正文目录

一、农商行到底是银行，还是地方融资平台？	4
（一）不容忽视的农信系统	4
（二）农商行的前世今身	6
（三）农商行的市场化程度	8
二、农商行不良上升原因？原来就高还是最近升高？	9
（一）农商行资产质量整体偏弱，内部也存在分化	10
（三）部分不良大幅上升农商行原因剖析	14
三、农商行不良爆雷路径及估值推演	15
（一）农商行不良问题是否会持续暴露？	15
（二）哪些地方的农商行会率先爆雷？	15
（三）仅压制中小行估值，还是会拖累大行估值？	15

图表目录

图 1: 农村金融机构分类.....	4
图 2: 2017 年末农村金融机构占银行业金融机构总资产的 13.4%.....	5
图 3: 2016 年末农信系统占农村金融机构总资产的 95.8%.....	5
图 4: 2014 年以来农商行每年平均新增 200 家以上.....	7
图 5: 2016 年农商行总资产占农信系统的 70.7%.....	8
图 6: 省联社借由对县级联社管理层的人事任命从而实现实际控制.....	9
图 7: 2017 年以来大小银行不良率明显分化.....	10
图 8: 农商行小微贷款/总贷款远高于其他类型银行.....	10
图 9: 农商行涉农贷款/总资产远高于其他类型银行.....	10
表 1: 未完成农信社改制的省份/自治区辖区农信社数量和改制时间表.....	7
表 2: 部分农商行不良、关注、逾期贷款比例.....	11

一、农商行到底是银行，还是地方融资平台？

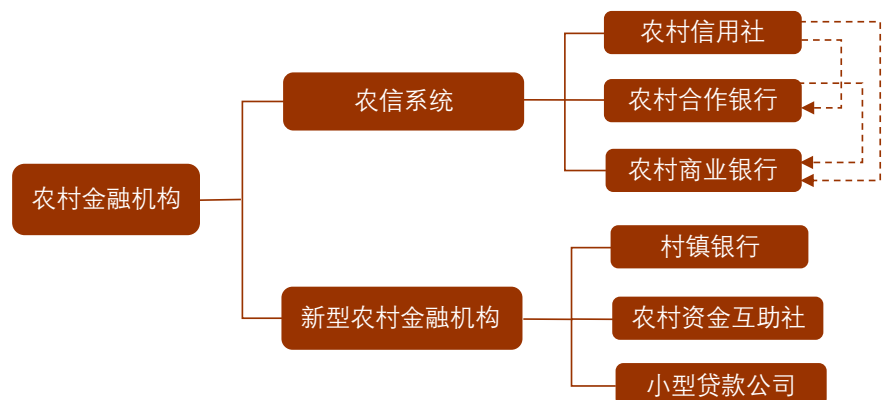
农商行到底是银行，还是地方政府融资工具？区别对待。直辖市（如北京、上海、天津、重庆等）、经济较为发达的省份（如江苏、浙江、四川、湖北等），农商行具备完善的公司治理结构、市场化程度高，话语权较强，扮演着十足的“银行”角色；而在其他大多数省份，农商行受到省联社的牵制依旧较强，甚至被作为地方政府的一大融资平台。

（一）不容忽视的农信系统

我国的农村金融机构按大类可分为农信系统和新型农村金融机构，农信系统再细分农信社、农合行和农商行，新型农村金融机构细分为村镇银行、农村资金互助社和小型贷款公司。

- **农信系统：**
 - 1) **农村信用社：**由社员入股组成，是最早设立的农村金融机构。早期扮演县联社支行角色，一开始归农业银行管理，后来随着官办化转民办化的推进以及省联社的组建，逐渐形成省联社管县联社、县联社管农信社的结构；
 - 2) **农村合作银行：**由农信社股份制改革而来，在合作制的基础上，吸收股份制运作机制组成的股份合作制金融机构，仍旧受省联社管理。与农信社不同的是，农合行吸收了股份制的原则和做法，具备一定的商业化基础；
 - 3) **农村商业银行：**由农信社、农合行改制而来。根据 2011 年银监会的通知，各地不再组建新的农信社和农合行，全面取消资格股，逐步将符合条件的农信社改组为农商行，农合行则要全部改组为农商行。
- **新型农村金融机构：**
 - 1) **村镇银行：**由商业银行发起设立，在县域经济发展中担当互补功能的银行业金融机构；
 - 2) **农村资金互助社：**由乡（镇）、行政村农民和农村小企业自愿入股组成，为社员提供存款、贷款、结算等业务的社区互助性银行业金融机构；
 - 3) **小型贷款公司：**是商业银行和农村合作银行在农村地区设立专营贷款业务的全资子公司。

图 1：农村金融机构分类

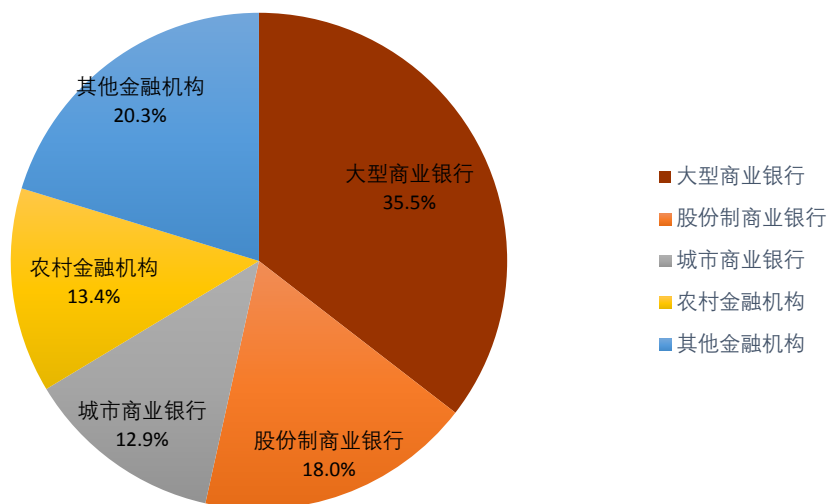


资料来源：招商证券

农村金融机构体量介于股份制商业银行和城市商业银行之间，农信系统又占了农村金融机构的 96%。截至 2017 年末，我国农村金融机构总资产规模达 32.8 万亿，占银行业

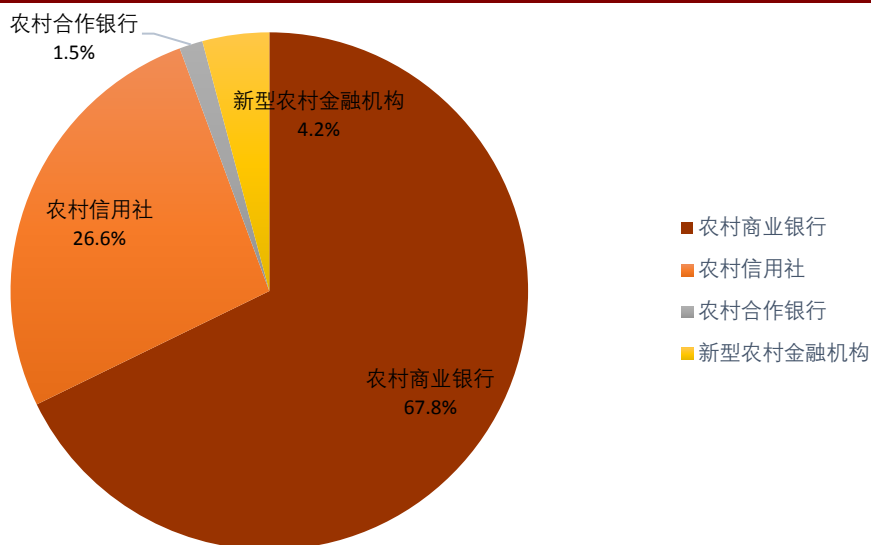
金融机构总资产规模的 13.4%，体量略高于城商行，低于股份制银行。农信系统又占了农村金融机构的绝大部分，2016 年末农信社、农商行、农合行合计的总资产规模占据农村金融机构的 95.8%。

图 2：2017 年末农村金融机构占银行业金融机构总资产的 13.4%



资料来源：Wind、招商证券

图 3：2016 年末农信系统占农村金融机构总资产的 95.8%



资料来源：Wind、招商证券

农信系统中农信社、农合行和农商行的比较：1) **从企业形式来说：**农信社是股份合作制企业，农商行是股份有限公司，农合行是过渡时期的一种过渡形态，现在银监会已经不允许组建合作银行，而且正在力争把农信社改制成农商行，届时农信社将退出历史舞台；2) **从监管角度来说：**商业银行主要受银监会监管，而信用社作为省联社的发起人，主要受省联社监管，这种制度与现行的法人治理结构相悖，未来省联社也终将成为历史。

（二）农商行的前世今身

农商行是农信社改革的产物，从 2000 年的改革试点开始到现在的这十八年时间里，农信社的改制进度条完成了 57%。截至 2017 年末，我国农村商业银行 1262 家、农村合作银行 33 家、农村信用社 965 家。

- **苏南地区率先进行改革。**2000 年 7 月，江苏省信用社作为改革试点，在中国人民银行和江苏省政府合作下进行改革，寻找农村信用社新的发展方向。以县为单位统一法人改革，组建江苏省农信社联社，并在常熟、江阴和张家港组建农商行，推进股份制改革迈出实质步伐。
- **试点地区范围进一步扩大。**2003 年下半年，国务院批准吉林、山东、江西、浙江、江苏、陕西、贵州、重庆等 8 省（市）开展改革试点工作，一是改革产权制度，明晰产权关系——因地制宜，对有条件的地区进行股份制改造，暂不具备条件的实行股份合作制；二是改革管理体制，明确管理权限归由地方政府——成立省联社，承担“管理、指导、协调和服务”职能，银监会负责金融监管职能。2004 年 8 月，国务院再发文表示试点范围扩大到 29 省（区、市），进一步深化农村信用社改革。2006 年 12 月，海南省农信社改革试点方案获批，至此全国 30 个省市已全面步入农信社改革热潮。
- **加快推进农信社改革步伐。**2010 年银监会根据中央要求，发表指导意见表示“在 2015 年底前全面取消资格股，今后不再组建农村合作银行，符合农村商业银行准入条件的农村信用联社和农村合作银行，应直接改制为农村商业银行；暂不符合条件的，要尽快将资格股全部转换为投资股，并改制组建为股份制的农村信用社”，同时表示“用三至五年时间将农村合作金融机构总体改制为产权关系明晰、股权结构合理、公司治理完善的股份制金融企业”。
- **各省市农信社改制进度不一。**截至目前，我国已有北京、天津、上海、重庆、安徽、湖北、江苏、山东和江西 9 省市完成农信社改制工作，河南省也宣布已经总体完成全省农商银行组建工作。根据各省市公开政务信息，在可预见的时间内，预设的改制任务时间若如期完成，在 2020 年底前全国将共有 21 个省市全面完成农信社改制。

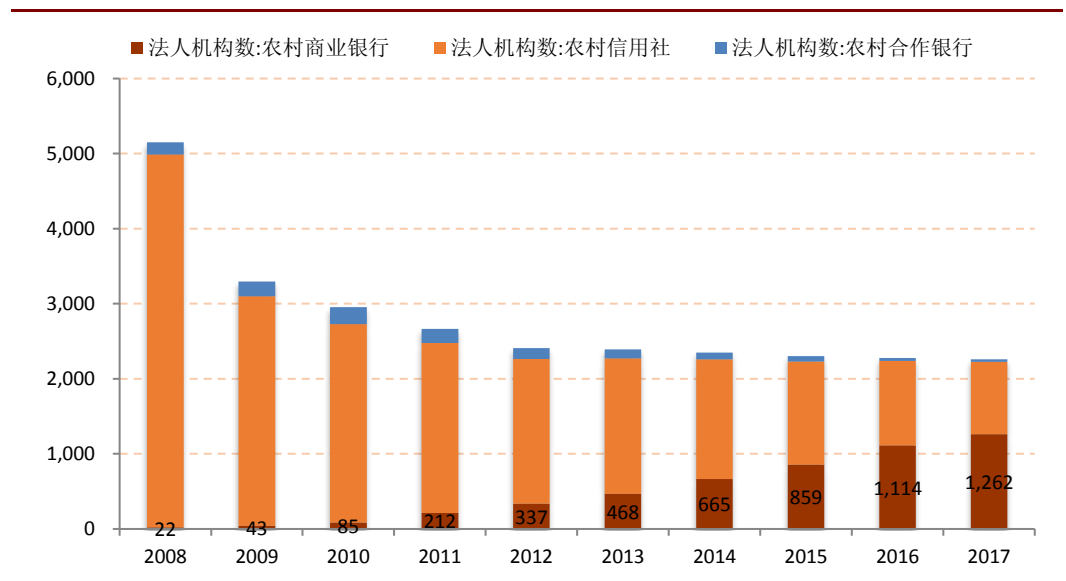
表 1: 未完成农信社改制的省份/自治区辖区农信社数量和改制时间表

省份/自治区	辖区农信社数量	拟完成改制/全面达到组建标准时间
贵州省	41	2018年6月底
河南省	59	2018年6月底
广东省	74	2018年底
青海省	16	2018年底
河北省	107	2018年底
吉林省	14	2018年底
湖南省	2	2018年底
四川省	40	2018年底
海南省	13	2019年
黑龙江省	44	2019年底
山西省	55	2020年
辽宁省	37	2020年
福建省	47	
甘肃省	41	
广西壮族自治区	48	
内蒙古自治区	63	
陕西省	47	
新疆维吾尔自治区	65	
云南省	101	
浙江省	10	
宁夏回族自治区	7	

资料来源: 招商证券

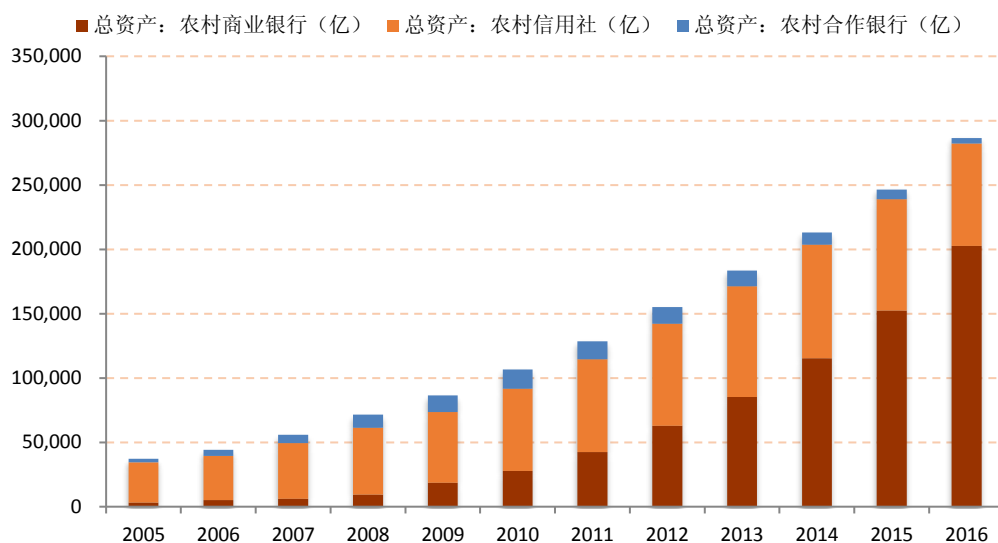
随着越来越多的农信社改制成农商行，农商行在农信系统内金融机构的占比逐年上升，农商行数量占农信系统的 1/2，资产占 2/3。截至 2017 年底，全国农商行数量达到 1262 家，占农信系统机构总数的 48.9%，占全国银行业金融机构的 28.7%；截至 2016 年底，全国农商行总资产达到 20.3 万亿，占农信系统总资产的 70.7%，占全国银行业金融机构总资产的 9.0%。

图 4: 2014 年以来农商行每年平均新增 200 家以上



资料来源: Wind、招商证券

图 5：2016 年农商行总资产占农信系统的 70.7%



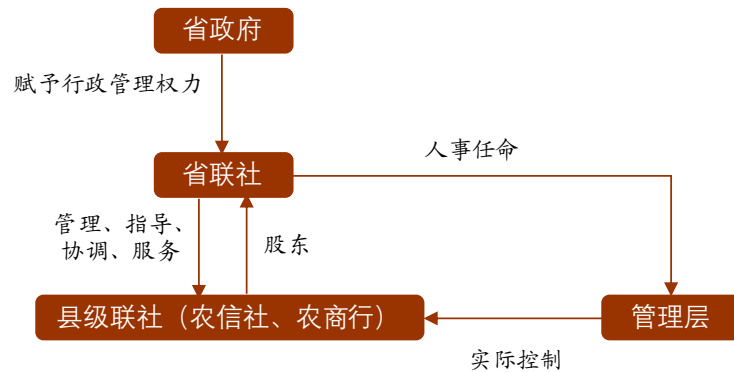
资料来源：Wind、招商证券

（三）农商行的市场化程度

省联社是省政府授权对农信机构实施管理的平台。农信社原先是各社法人，后来变成县联社法人，接着为了提高效益、消除不良、更好支农，2003 年开始各省相继由县级农信社出资成立省联社，代替省政府实行行业管理。在很多省份，省联社对全省农信系统的管理非常严格，对于人事任命有着非常高的权威，虽然在农信社改制成农商行之后，体制留下的行政化色彩和痕迹在农商行身上依然很重。

- 省联社管理职权的最初来源，是 2003 年的国发 15 号文，全称《国务院关于印发深化农村信用社改革试点方案的通知》，它奠定了省联社“管理、指导、协调、服务”的八字职能。但国发 15 号文并没有明确表示省联社具有对高管人员的提名权，后来银监会和央行发布的《关于明确对农村信用社监督管理职责分工的指导意见》进一步指出，“省级联社应督促信用社依法选举理事和监事，选举、聘用高级管理人员”。
- 在省联社的管理下，每逢基层农商行董、监事会换届，都需要先向省联社提出申请报告，阐明换届情况的时间；省联社派出团队实地考察后，同意换届并下发红头提名文件，提名范围包括“三长”（董事长、监事长、行长）和副行长人选。只有在获得省联社的提名文件后，基层农商行才可以继续走董监事提名、股东大会选举、新一届董监事会会议选举董监事长并聘任高管等流程。除了高管人事方面，农商行在普通岗位的职工招聘方面也须经省联社同意，由省联社统一分配。

图 6：省联社借由对县级联社管理层的人事任命从而实现实际控制



资料来源：招商证券

目前全国共有 25 家省联社，在省联社强势的地区，农商行市场化程度低；反之，则农商行的市场化程度较高。

- **省联社强管理模式：**绝大多数省份。县级联社在法律上独立，但在经营、管理上均受到省联社诸多掣肘。如经济欠发达省份、经营管理仍比较落后或实力相对比较弱小的农商行，其所受到省联社的牵制依旧较强，甚至被作为地方政府的一大融资平台。
- **省联社弱管理模式：**江苏、浙江、四川、湖北等地区。县级农信社联合组建成为地市级农商行，仍受农联社管理，但农商行规模较大，且随着省联社简政放权的推进，农商行话语权有所上升，与其他地区相比具有更大的自主权。例如，2017 年常熟银行董事会否决省联社委派行长提名。
- **直辖市模式：**北京、上海、天津、重庆等直辖市区域。将区域内农村信用社整合为统一法人，即省级股份制农商行，有完善的公司治理结构，自主经营、自负盈亏，与其他商业银行没有本质的差别，其业务也不局限于“三农”。这种模式不存在省联社，区县级的农信社也改制成分支行，如北京农商行顺义分行就是原来的顺义农信社。

二、农商行不良上升原因？原来就高还是最近升高？

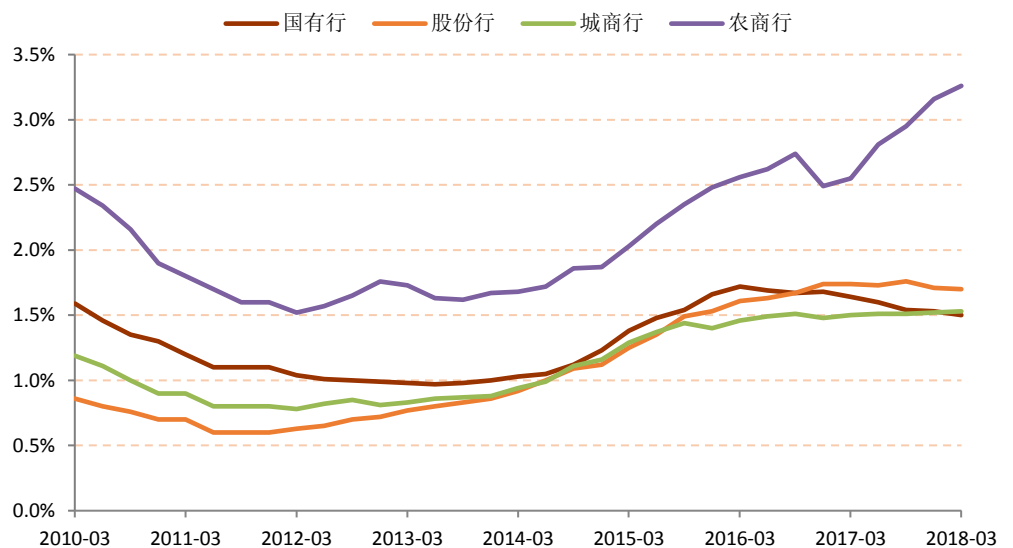
农商行不良上升的核心原因？原来就高还是最近升高？ 农商行贷款多投向小微和涉农，同时经营区域高度集中、风险较难分散，因而资产质量整体较国有银行、股份制银行和城商行偏弱，表现为不良率波动更大、不良见顶时间更久。7 月份以来，已有多家农商行因不良贷款率大幅上升被调低评级，细究其背后原因，不良的历史包袱和公司治理的先天不足更甚于银行经营的短期恶化：1) 不良认定标准趋严带来的风险暴露，如贵阳农商行、山东邹平农商行；2) 过去非真实转让的不良资产回表，如安徽宣城皖南农商行；3) 公司治理水平较低，原董事长存在违纪，如贵阳农商行、山西侯马农商行。

(一) 农商行资产质量整体偏弱，内部也存在分化

农商行资产质量整体偏弱：农商行贷款多投向小微企业和涉农贷款，两者分别占农商行贷款总额的 53.1%和 56.3%（小微和涉农贷款有交叉部分），远高于国有商业银行和股份制银行，而这部分贷款在经济下行周期更容易成为坏账；同时农商行经营区域高度集中、风险较难分散，因而农商行不良率波动更大，不良率见顶的时间也更长。

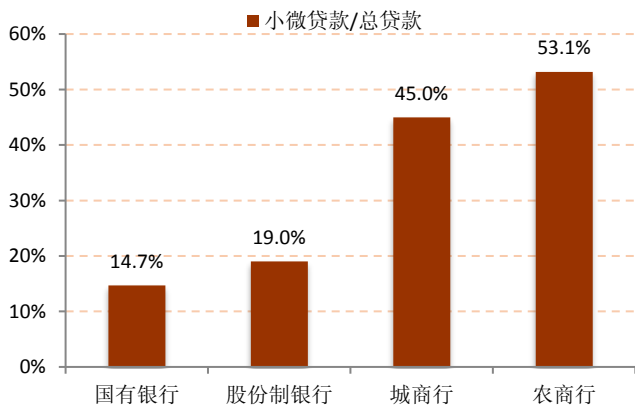
- 农商行不良率波动更大。这一轮不良周期以 2011 年下半年为分水岭，随着温州中小企业流动性风险爆发，风险逐步从温州蔓延至浙江、长三角乃至全国。在这一轮不良周期中，农商行不良率的上升幅度远高于国有银行、股份制银行和城商行。
- 农商行不良率见顶时间更久。随着 2016 年供给侧改革的推进以及 2017 年经济短暂的企稳回升，部分银行不良余额和不良率开始见顶，但不同类型的银行之间资产质量分化明显：国有大行不良余额稳定、不良率开始下降，股份行和城商行不良率大体稳定、不良余额上升，而农商行不良贷款余额和不良率继续大幅上升。

图 7：2017 年以来大小银行不良率明显分化



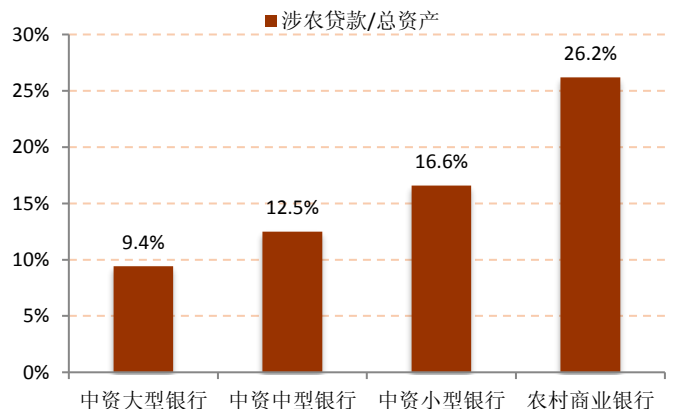
资料来源：Wind、招商证券

图 8：农商行小微贷款/总贷款远高于其他类型银行



资料来源：Wind、招商证券

图 9：农商行涉农贷款/总资产远高于其他类型银行



资料来源：Wind、招商证券

农商行内部资产质量分化也较明显：直辖市、省联社弱管理地区的农商行资产质量尚可，而省联社强管理地区的农商行存在一些问题。我们统计了公开披露数据的部分农商行资产质量情况，直辖市如上海、北京、天津、重庆的农商行无论是不良率还是关注类贷款比例、逾期贷款比例均处于较低水平；省联社弱管理的江苏、浙江地区的农商行绝大部分资产质量也没有明显异常；省联社强管理的山东、安徽、贵州、河北、河南、山西等地的农商行资产质量问题较为严重。

表 2：部分农商行不良、关注、逾期贷款比例

	不良贷款率 (%)				关注贷款率 (%)				逾期贷款率 (%)			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
长江三角洲												
——上海市												
上海	1.28	1.38	1.29	1.3	2.02	1.22	1.15	0.9	1.57	1.84	1.67	1.48
——江苏省												
江苏启东		1.73	2	1.98		2.24	2.71	3.16		2.59	2.21	2.02
江苏海门	0.8	1.42	1.97	1.95	2.08	1.9	4.1	2.7			3.36	
江苏南通	2.39	2.23	2.49	2.22	3.91	2.96	3.88	3.65		4.52	4.75	
江苏泰兴	2	2	2	2.09	3.09	1.99	1.76	1.67		1.03	1.21	
江苏常熟	0.95	1.43	1.4	1.14	4.49	4.25	3.42	2.66	0.92	2.12	1.61	1.12
江苏海安	0.8	1.12	1.48	1.46	3.86	3.68	3.52	3.16	0.67	1.09	1.67	1.72
江苏江南	1.77	1.95	2.09	1.8	6.66	5.06	8.32	7.19				
江苏吴江	1.69	1.86	1.78	1.64	21.77	21.43	15.89	6.21	3.30	5.07	2.64	2.25
江苏张家港	1.51	1.96	1.96	1.78	6.51	8.68	6.95	6.42	1.99	3.38	2.19	1.57
江苏紫金	2.71	2.29	1.98	0.78	2.21	1.18	2.43	1.96	2.66	1.82		
江苏江阴	1.91	2.17	2.41	2.39	3.11	2.75	2.77	1.72	2.10	2.54	3.03	2.55
江苏昆山			1.63	1.57								1.31
江苏太仓	2.44	2.31	2.29	1.96					2.53	2.13	2.34	1.84
江苏靖江	1.74	2.01	1.97	2.15								
江苏扬州		2.64	2.29	1.99		7.58	6.67	5.95				
江苏宜兴	2.64		2.93	4.37	3.31			1.57				
江苏泰州			2.46	2.38				5.11				
江苏姜堰	1.85	2.59	1.82	2.53	7.49	9.82	7.49	3.60				
江苏溧水	2.30	2.40	2.82	2.38	4.63	5.18	3.72	2.62	4.11	2.99	4.19	2.36
江苏无锡	1.17	1.12	1.39	1.38	0.03	1.39	1.61	1.49	1.59	1.56	1.64	1.44
江苏睢宁	4.30	4.79	4.61	4.00	12.95	11.72	9.76	11.56				
江苏射阳		1.97	1.91									
江苏徐州淮海		4.70	4.99	4.99		14.72	12.84	14.00				
江苏新沂			4.90	4.95			8.38	6.31				
江苏泗洪			3.69	3.24								
——浙江省												
杭州联合	1.90	1.91	1.81		3.90	3.66	3.29				3.79	
温州鹿城	1.74	1.90	1.59	1.37	1.10	0.85	0.82	0.20	1.65	1.60	1.23	
绍兴瑞丰	1.51	1.72	1.81	1.56	4.61	4.09	3.79	3.46	1.32	1.80	2.92	
浙江义乌	1.70	1.93	2.06	1.99	20.72	16.84	8.20	5.06			1.92	
诸暨		1.93	1.85	1.35			4.61	3.69			1.82	3.50
浙江温州瓯海	1.21	1.99	1.61	1.00	2.39	2.54	1.26	0.89	1.05	0.74	0.77	0.66
浙江江阴	1.91	1.99	2.41	2.39			0.00	1.72	1.89	2.09	3.03	2.55

浙江安吉			1.94	1.2			4.96	4.46			1.07	
浙江德清	1.49	1.37	1.28	0.93	5.43	6.74	5.75	5.15			0.56	2.29
浙江临海	1.86	1.95	1.9	1.37	2.37	1.79	1.58	1.26				
浙江诸暨		1.93	1.85	1.35			4.61	3.69			1.82	3.5
浙江绍兴润丰	1.51	1.72	1.81	1.56	4.61	4.31	3.79	3.46				
浙江温州苍南		2.22	2.14	1.29			1.11	1.5			1.31	1.63
浙江温州龙湾			1.28	1.37			2.14	1.78				
珠江三角洲												
——广东省												
东莞		1.35	1.42	1.29		3.71	3.15	2.55				2.00
佛山	1.68	2.84	2.56	1.50	6.45	8.30	6.46	4.48			4.27	1.83
广东南海	1.15	1.71	1.82	1.39	2.56	3.29	2.19	1.58	1.96	2.94	2.38	1.45
广州	1.58	1.80	1.81	1.51	4.96	4.80	3.82	2.41			3.60	2.03
肇庆端州	1.41	2.90	2.46	2.40	16.21	1.62	0.75	53.37	1.60	11.26	21.43	
广东东莞	0.96	1.35	1.42	1.29		3.71	3.15	3.55			3.27	2.00
广东佛山	1.68	2.84	2.56	1.5	6.45	8.28	6.46	4.48			4.27	1.83
广东南海	1.15	1.71	1.82	1.39	2.56	3.29	2.19	1.58	1.89	2.94	2.38	1.45
广东顺德	1.31	1.79	1.88	1.76	3.8	5.15	2.91	1.43	1.32	3.31	3.22	1.7
广东广州	1.54	1.8	1.81	1.51	4.96	4.8	3.82	2.41	2.42	3.91	3.56	2.03
江门新会	1.22	2.59	2.45	1.44	2.96	3.66	4.05	11.50	1.93	4.38	4.69	1.90
中山	0.86	1.59	1.99	1.27	1.16		0.66	0.7				
珠海	1.72	2.46	2.41	1.81				15.18				
环渤海地区												
——北京市												
北京农商银行	0.99	1.00	0.92	0.55	0.75	0.25	0.37	0.3	1.15	0.43	1.19	0.45
——天津市												
天津	2.28	2.47	2.46	2.48	5.20	5.30	8.07				4.63	
天津滨海	2.37	2.36	2.32	2.29	5.69	5.47	4.06	4.56	2.05	3.57	3.17	
——山东省												
山东邹平		3.49	2.43	9.28			27.44	31.20			7.13	27.20
大连	2.24	2.93	2.91	4.95		12.11	16.59					
山东寿光			3.62	4.22		29.53	17.69	26.53				
山东郓城			3.14	3.08			12.43	16.93				
山东禹城			1.66	2.45								
济南	2.37	2.61	2.47	2.39	15.87	18.58	18.56	13.65	2.76	3.64	5.01	
青岛	2.40	2.38	2.01	1.86	14.06	13.06	11.37		3.16	2.54	4.45	
山东聊城			1.28	1.45			7.53	4.21			1.08	
——河北省												
河北唐山			2.04	2.44			28.58	27.18				
中部地区												
——河南省												
河南修武		4.02	4.50	20.74								
河南伊川			0.54	2.39			0.38				0.11	
——山西省												
山西平遥	1.98	1.96	1.82	2.38			5.28	3.52				
山西运城			1.75	1.48			5.77	19.76				
山西介休			2.34	4.53							5.30	8.30
山西侯马	1.97	2.99	28.34	26.28								
——安徽省												

安徽马鞍山	1.45	1.45	2.75	2.32	1.63	0.95	1.90	1.37	1.45	1.81	2.06	1.75
合肥科技		1.91	1.98	1.91		1.93	1.69	1.32			1.94	
安徽颍东	0.84	0.94	1.30	1.46			0.46	0.50			1.99	2.42
淮南淮河			2.82	2.74			28.99	24.78				
安徽濉溪	1.40	1.67	1.54	1.96	2.71	13.99	5.81	13.99				
安徽淮北		2.09	2.02	2.09			9.27	17.73				
安徽颍泉	1.64	1.33	2.10	1.88			0.89	0.79				
安徽黄山屯溪	1.96	2.49	1.89	1.83	25.36	19.70	13.73	8.63				
安徽祁门		2.21	2.25	2.03			10.24	7.18				
安徽颍淮	0.69	0.84	1.27	1.22	0.77	3.52	2.15	1.85				
安徽六安	2.50	2.82	2.43	2.39								
安徽临泉	2.37	1.92	1.92									
安徽太和		1.99	1.97	1.93								
安徽泗县		4.32	4.29	4.28								
安徽霍邱县	3.24	4.64										
安徽亳州药都			1.16	1.22			0.13				1.73	
安徽肥东	4.43	3.86	3.29	1.69	20.97	6.77	9.12	4.77				
安徽芜湖津盛			3.40	4.96								
安徽芜湖扬子		1.57	1.60	1.66	4.43	4.85	2.79	3.17	1.22	1.19	1.08	1.02
安徽怀宁		1.72	3.71									
安徽枞阳	2.62	2.39	3.34	3.74								
安徽宿松			2.67	3.61			10.62	9.86				
池州九华	2.15	2.15	2.25	2.21	12.01	10.99		11.10				
安徽安庆	1.41	1.97	1.94	2.40	11.64	22.69	16.53	14.61	4.67			
安徽望江	4.92	4.63	3.40	4.19								
安徽潜山		2.77	3.79	4.47			24.40	20.23				
安徽铜陵皖江	2.35	2.77	2.95	2.97								
安徽宣城皖南			3.76	8.08			13.80	15.18				
安徽巢湖	3.16	3.74	2.97	2.79								
安徽铜陵		1.64	1.98	2.42		11.38	13.60	13.48				
安徽青阳	2.27	2.46	2.82	3.13		8.26	6.91	7.70				
安徽石台		3.10	3.09	2.85								
安徽旌德		2.28	1.92	2.78								
安徽桐城	1.34	3.05		3.03								
安徽独秀	1.41	1.97	1.94									
安徽肥西	2.79	2.56	2.35									
——湖北省												
武汉	1.44	1.74	1.87	2.20	3.48	4.13	7.71	3.58	2.64	3.59	3.85	
——江西省												
南昌	1.41	1.84	1.57	1.96	1.56	5.16	5.39	2.87				
东北地区												
——吉林省												
吉林九台	1.19	1.42	1.41	1.73		3.20	3.30	2.20		4.50	3.60	3.20
长春发展	1.63	2.26	1.97	4.23	3.94		7.12				4.47	5.45
吉林蛟河	1.89	1.83	2.09	3.18	1.00	2.01			2.40	3.64		
长春	0.87	1.77	1.59	1.84	0.89	0.39						2.60
延边			2.05	2.24			4.22					
西部地区												
——四川省												

成都	0.95	1.00	1.12	1.22	1.19	2.40	2.99	2.61	1.69	1.27	1.82	2.14
——青海省												
青海大通			0.77	1.42			0.87	2.06				
青海西宁	0.7	1.93	1.46	1.74	1.82	1.60	1.88	2.23	1.82	1.60	0.64	0.25
——重庆市												
重庆	0.78	0.98	0.96	0.98		1.65	2.27	2.14		1.82	1.53	1.48
——贵州省												
贵阳	1.10	2.93	4.13	19.54		30.11	35.88	17.96		20.28	34.01	25.82
——新疆省												
新疆喀什			1.59	2.32								6.08
——内蒙古自治区												
内蒙古呼和浩特金谷	2.25	2.48	1.86	1.98	4.42	7.06	8.19	5.25		2.39	2.95	
东部地区												
——福建省												
福建晋江	1.46	1.97	1.55	1.98	6.27	8.10	9.33	9.23				
福建石狮			1.51	1.71			7.07	5.04				
福建厦门	1.42	1.40	1.37	1.36	10.72	9.15	8.43	7.95		1.88		1.76

资料来源：中国债券信息网、招商证券

（三）部分不良大幅上升农商行原因剖析

今年 7 月份以来，已有多家农商行因不良贷款率大幅上升被调低评级，我们将部分个案整理如下：

- **山东：**邹平农商行的不良率由 2016 年的 2.43% 上升到 2017 年的 9.28%，拨备覆盖率由 219.67% 下降到 60.80%。
- **安徽：**宣城皖南农商行的不良率由 2016 年的 3.76% 上升到 2017 年的 8.0%，拨备覆盖率由 151.63% 下降到 78.79%。
- **河南：**修武农商行的不良率由 2016 年的 4.50% 上升到 2017 年的 20.74%，拨备覆盖率下降到 43.44%。
- **贵州：**贵阳农商行的不良率从 2016 年的 4.13% 上升到 19.54%，拨备覆盖率下降到 34.15%。
- **山西：**侯马农商行的不良率从 2015 年的 2.99% 上升到 2016 年的 28.34%。

分析这些农商行不良率大幅上升背后的原因，不良贷款的历史包袱和公司治理的先天不足更甚于银行经营的短期恶化。

- **认定标准趋严带来不良暴露：**如贵阳农商行，2016 年关注类贷款和逾期贷款比例分别高达 35.9% 和 34.0%，但不良率只有 4.13%，随着监管部门要求银行贯彻不良贷款偏离度的要求，贵阳农商行将大部分逾期 90 天以上贷款纳入不良贷款计算，导致年末不良贷款激增。邹平农商行也是如此，2016 年关注类贷款比例高达 27.44%，但不良率仅为 2.43%，监管强化要求贷款分类真实反映，导致存量风险浮现到账面上。
- **非真实转让的不良资产回表：**如宣城农商行，不良率从 2016 年末的 3.76% 上升至 2017 年末的 8.08%，其中因经营因素导致的不良率上升了 1.43 个百分点，因非真

实转让的不良资产回表导致的不良率上升 2.89 个百分点(2017 年 7 月宣城农商行因非真实转让不良资产、提供虚假的或隐瞒重要事实的报表的违规行为,被罚款 50 万元)。

- **公司治理水平较低,高管频繁更替:** 贵阳农商行原党委书记、董事长索美英 2016 年 3 月被查,2016 年 9 月索美英因严重违纪(收受财物、为他人谋取利益),被开除党籍和公职;侯马农商行原党委书记、第一届董事会董事长李俊跃负面消息缠身,2016 年 7 月山西省联社从联社内空降党委书记,但时隔不到 8 个月现任董事长王久生上任接替党委书记职位。

三、农商行不良爆雷路径及估值推演

(一) 农商行不良问题是否会持续暴露?

预计农商行不良会继续暴露。一方面,农商行资产质量历史包袱较大,随着监管强化要求贷款分类真实反映,原来划分在逾期、关注类贷款中的潜在不良将逐渐浮出水面;另一方面,农商行贷款主要投向于小微和涉农客户,在供给侧改革中受益并不明显(供给侧改革带动企业盈利回升主要集中在规模以上的大中型企业),随着今年经济下行压力增大,小微和涉农又将是不良暴露的灾区。

(二) 哪些地方的农商行会率先爆雷?

经济较为落后、省联社强管理的地区,农商行未来不良压力较大。例如山东、安徽、贵州、河北、河南、山西等地,主要集中在环渤海、中西部地区。根据我们统计,直辖市如上海、北京、天津、重庆的农商行无论是不良率还是关注类贷款比例、逾期贷款比例均处于较低水平;经济市场化较高、省联社弱管理的江苏、浙江地区的农商行绝大部分资产质量也没有明显异常;经济欠发达、省联社强管理的山东、安徽、贵州、河北、河南、山西等地的农商行资产质量问题较为严重。

(三) 仅压制中小行估值,还是会拖累大行估值?

下跌时泥沙俱下,反弹时个股分化。随着农商行不良爆发个案频出,市场情绪趋于悲观导致银行板块整体下跌,部分资产质量趋势改善的银行也会遭到错杀;但反弹过程中不同银行会分化,资产质量确实改善的银行会得到纠偏,而资产质量持续恶化的银行仍然趴在底部。

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。