

银行

证券研究报告

2019年05月21日

银行信贷结构有何变化?

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

余金鑫 联系人
yujinxin@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《银行-行业研究简报:微众银行年报点评:“流量+产品”促使存款规模飞跃》 2019-05-15
- 2 《银行-行业专题研究:从不良贷款到不良资产,拨备计提压力或升高》 2019-05-15
- 3 《银行-行业研究周报:贸易摩擦加剧下,货币政策或更宽松》 2019-05-13

贷款结构向个贷倾斜, 四类银行各擅胜场

截至18年末, 32家上市银行对公贷款52.07万亿, YoY +5.73%, 同比增量2.82万亿(17年为3.65万亿); 零售贷款36.40万亿, YoY +17.21%, 同比增量5.34万亿(17年为5.35万亿)。17-18年, 32家行整体来看, **对公占比下降, 个贷上升, 二者交换了2.47 pct**; 贷款结构向零售转移, 房贷仍是其增量的主力。18年末, 19家上市银行对公不良率(加权)为2.07%, 比17年上行1BP; 7家上市银行对公不良率2.16%, 零售不良率0.68%, 较17年下降4BP和6BP; 零售不良率比对公低1.48 pct。(19家、7家为有相应披露数据的口径)

潜在信用风险担忧缓解, 不良率稳中趋降

18年末, **对公不良易发行业占比下降**, 大行/股份/城商均下降到了20%左右; 农商行虽然也在持续下降, 但仍高达40%左右, 其中大部分为制造业贷款。股份行/城商行/农商行**零售不良易发贷款占比上升**, 因其不同程度地依靠了信用卡、消费及经营贷来扩张个贷; 但考虑到零售整体不良中枢低于对公, 该过程仍可使资产质量得到优化。大行主要以房贷拓展个贷, 故其零售不良易发占比维持低位, 信用风险担忧较小。**制造业和批发零售的不良生成压力分化**。17-18年, 19家上市行不良贷款行业结构, 制造业占比上行1.77 pct, 交运仓储邮政业占比上升0.84 pct, 风险仍在持续暴露; 而批发零售和采矿业不良占比则分别下行2.23 pct、1.28 pct, 不良生成势头收敛。二者对冲, 整体不良率平稳。**19Q1多数银行不良率环比持平或下降**。33家上市行中, 19Q1不良率环比持平的有10家, 环比上升的有4家, 环比下降有19家。

考虑风险成本后, 个贷收益率优势更显著

个贷的不良率低于对公, 且该优势近年来有所扩大。18年末样本19家上市行, 对公不良率2.16%, 零售0.68%, 零售优于对公1.48 pct。且自15年1.20 pct以来, 逐年有所扩大。**考虑风险成本后的收益率如何呢?** 找出18年年报中披露的对公和个贷的收益率, 扣除相应不良率, 得到扣除风险成本后的贷款收益率, 计算个贷对公的差距。各家银行比较来看, 除了民生的个贷低于对公2BP外, 其余12家披露完整的银行, 个贷都高于对公。这表明**个贷相比于对公的确性价比更高**。这13家行中, 个贷高于对公的算术平均为1.66 pct, 平安的4.88 pct、招行的3.13 pct 远超平均、尤为亮眼, 表明其正充分享受着零售转型的硕果。此外, 上海的2.59 pct 和建行的2.11 pct 也颇为占优。

投资建议: 不良率稳中趋降, 零售转型优势凸显

18年个贷占比提升2.47 pct, 零售转型继续推进; 个贷不良率低于对公1.48 pct, 使得个贷扣除风险成本后的收益率高于对公1.66 pct, 平安、招行等零售转型领跑者已在品尝硕果。主推低估值、涨幅较小、长逻辑较好的**平安、江苏、常熟、兴业**, 关注**招行**等估值较高但基本面优异的标的。

风险提示: 信用卡、消费及经营贷受共债风险波及; 内外部不确定性加强。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-05-20	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600919.SH	江苏银行	7.16	买入	1.13	1.29	1.48	1.69	6.34	5.55	4.84	4.24
601818.SH	光大银行	3.88	买入	0.64	0.70	0.76	0.84	6.06	5.54	5.11	4.62
601166.SH	兴业银行	18.21	买入	2.92	3.33	3.85	4.31	6.24	5.47	4.73	4.23
600000.SH	浦发银行	11.34	买入	1.90	2.09	2.30	2.57	5.97	5.43	4.93	4.41
000001.SZ	平安银行	12.38	买入	1.45	1.69	2.05	2.47	8.54	7.33	6.04	5.01

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

内容目录

1. 贷款端更侧重零售，四组银行各擅胜场	3
1.1. 贷款向零售端倾斜，银行经营策略分化	3
1.2. 房贷/信用卡是全国性银行零售拓展利器	5
1.3. 不良高发行业贷款占比下降	6
1.4. 基建类贷款占比稳定在较高水平	7
2. 资产质量整体向好，个贷业务性价比更佳	7
2.1. 仍以制造+批发零售为主，但生成压力分化	7
2.2. 18 年末到 19Q1，不良率“稳中趋降”	8
2.3. 考虑风险成本后，个贷收益率优势更显著	10
3. 投资建议：不良率稳中趋降，零售转型优势凸显	10
4. 风险提示	11

图表目录

图 1：2017-2018 年 32 家上市银行合计各行业贷款净增量对比（单位：亿元）	3
图 2：2018 年末各组上市银行贷款结构（仅展示对公前 8 大行业和零售前 3 个分类）	4
图 3：2017-2018 年 A 股上市银行贷款结构变化情况	4
图 4：贷款端转向零售的程度：股份行>大行	5
图 5：城商/农商行贷款端转向零售的程度相对较低	5
图 6：17-18 年各组上市银行零售贷款占比提升贡献拆解	5
图 7：2018 年末 33 家上市银行零售贷款细分项在总贷款中的占比结构	6
图 8：不良易发行业的特征——不良率往往是当年整体不良率的 1.5 倍以上	6
图 9：对公不良易发行业贷款占比持续下降	7
图 10：零售不良易发贷款占比稳步上升（大行保持平稳）	7
图 11：基建类 4 个行业的占比在相对高位企稳	7
图 12：基建类 4 个行业贷款同比增速 18 年有所下滑	7
图 13：2018 年各组上市银行对公不良贷款结构	8
图 14：2017-2018 年对公各行业不良贷款占比变化	8
图 15：2017-2018 年 7 家上市银行分行业不良率变化情况	9
图 16：2017-2018 年上市银行对公各行业不良率变化情况	9
图 17：2018-19Q1 上市银行不良率变化幅度——下降者居多（单位：个）	10
图 18：2018 年上市银行扣除风险成本后的个贷收益率普遍高于对公	10
表 1：上市银行按行业细分的贷款及不良披露完整性清单	3

1. 贷款端更侧重零售，四组银行各擅胜场

1.1. 贷款向零售端倾斜，银行经营策略分化

18 年个贷增速高于对公，不良率稳中有降。18 年末，32 家上市行对公贷款 52.07 万亿，YoY +5.73%，同比增量 2.82 万亿（17 年为 3.65 万亿）；零售贷款 36.40 万亿，YoY +17.21%，同比增量 5.34 万亿（17 年为 5.35 万亿）。18 年末，19 家上市银行对公不良率(加权)为 2.07%，比 17 年上行 1BP；7 家上市行对公不良率 2.16%，零售 0.68%，较 17 年分别下降 4BP、6BP。

本报告涉及如下口径：1) 32 家行，指在 A 股 32 家上市银行中，剔除紫金，再加上邮储；2) 19 家行披露了对公不良的行业细分项，包括 4 家大行（工农中建）、7 家股份行（不含华夏）、8 家城商行（不含北京/宁波/成都/西安）、6 家农商行（不含紫金）；3) 共有 7 家披露了零售贷款细分项，包括 3 家大行（建农中）、4 家股份行（招商/浦发/兴业/民生）。

表 1：上市银行按行业细分的贷款及不良披露完整性清单

类别	银行	贷款细分项		不良细分项		类别	银行	贷款细分项		不良细分项	
		对公	个贷	对公	个贷			对公	个贷	对公	个贷
大行	工商	√	√	√	×	城商	宁波	√	√	×	×
大行	建设	√	√	√	√	城商	上海	√	√	√	×
大行	农业	√	√	√	√	城商	江苏	√	√	√	×
大行	中国	√	√	√	√	城商	杭州	√	√	√	×
大行	交通	√	√	×	×	城商	长沙	√	√	√	×
大行	邮储	√	√	√	×	城商	贵阳	√	√	√	×
股份	招商	√	√	√	√	城商	成都	√	√	×	×
股份	中信	√	√	√	×	城商	郑州	√	√	√	×
股份	浦发	√	√	√	√	城商	青岛	√	√	√	×
股份	民生	√	√	√	×	城商	西安	√	√	×	×
股份	兴业	√	√	√	√	农商	常熟	√	√	√	×
股份	光大	√	√	√	×	农商	无锡	√	√	√	×
股份	华夏	√	√	×	×	农商	苏农	√	√	√	×
股份	平安	√	√	√	√	农商	江阴	√	√	√	×
城商	北京	√	√	×	×	农商	张家港	√	√	√	×
城商	南京	√	√	√	×	农商	青农商	√	√	√	×

资料来源：银行财报，天风证券研究所

从 32 家行合并的贷款增量结构变化来看：1) 18 年对公贷款增量弱于 17 年，主要是因为批发零售压降了 3737 亿，基建类新增投放量有所下降，租赁商务服务少增 5403 亿、电力燃气水的生产供应少增 3942 亿、交运仓储邮政少增 1706 亿；2) 对公与个贷的增量差异在扩大，17 年个贷增量超 1.70 万亿，18 年则超 2.52 万亿，贷款向个贷倾斜势不可挡；3) 18 年房贷按揭增量超过了对公贷款，对公贷款增量 2.82 万亿，而房贷按揭增 3.24 万亿，房贷是零售占比提升的主要支撑点；4) 信用卡和消费及经营贷新增投放边际略收紧，信用卡贷款同比少增 391 亿，消费及经营贷同比少增 3022 亿，整体的风险偏好有收紧迹象。

图 1：2017-2018 年 32 家上市银行合计各行业贷款净增量对比（单位：亿元）

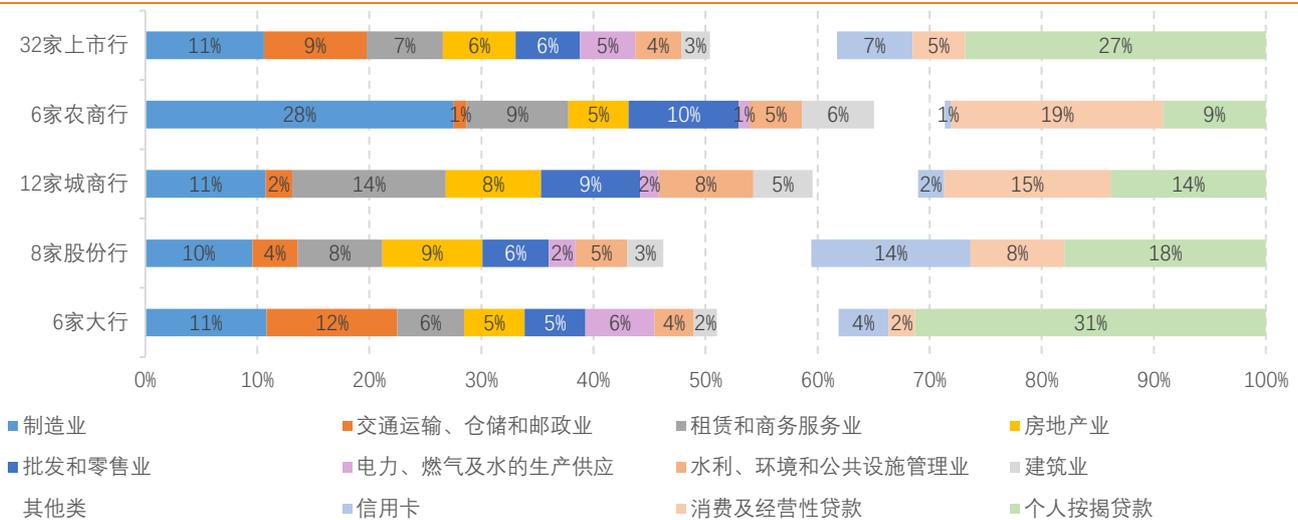


资料来源：WIND，天风证券研究所

从 32 家合并的行业贷款结构来看：1) 房贷按揭在贷款中占比达 27%，几乎相当于对公前三大行业之和，以其不易发生不良的特性，成为资产质量的稳定器；2) 对公前 8 大行业由 3 块构成，不良易发的制造业+批发零售占比 17%，代表基建类的 4 个行业（交运仓储邮政、租赁和商务服务、电力燃气水、水利环境公共设施）占比 26%，地产相关的房地产和建筑业共 9%；3) 零售端的信用卡、消费及经营贷体量尚小，各占 7%和 5%，未来空间较大。

各组银行的行业贷款结构特征表现出分化。1) 大行的房贷按揭、基建类分别为 31%和 28%，高于其他组，资产质量整体更为稳健；2) 股份行的信用卡占比 14%，高于其他组，其对公占比在 60%以下，低于其他组，表明其以信用卡为主突破口的零售转型较为彻底；3) 城商行的租赁商务服务、水利环境和公共设施占比分别达 14%和 8%，高于其他组，依托于省会城市展开的基建投资的业务特征在此体现；4) 6 家农商行中的 5 家扎堆于苏锡常一带，当地制造业较为发达，故其制造业贷款占比高达 28%，此外，受经营地所限，其房贷和信用卡扩张相对困难，于是更多地采取同互联网平台合作贷款的方式，发展消费及经营贷。

图 2：2018 年末各组上市银行贷款结构（仅展示对公前 8 大行业和零售前 3 个分类）



资料来源：WIND，天风证券研究所

17-18 年个贷占比提升 2.47 pct，制造业/批发零售占比下降。32 家整体来看，17-18 年变化如下：1) 贷款向零售转移，房贷是其中的主力，对公占比下降，个贷上升，二者交换了 2.47 pct（15/16/17 年分别为 2.17 pct、3.72 pct、2.62 pct），尽管部分受房地产政策影响，住房按揭仍贡献了 1.30 pct 的幅度；2) 制造业、批发零售业占比下行，

图 3：2017-2018 年 A 股上市银行贷款结构变化情况

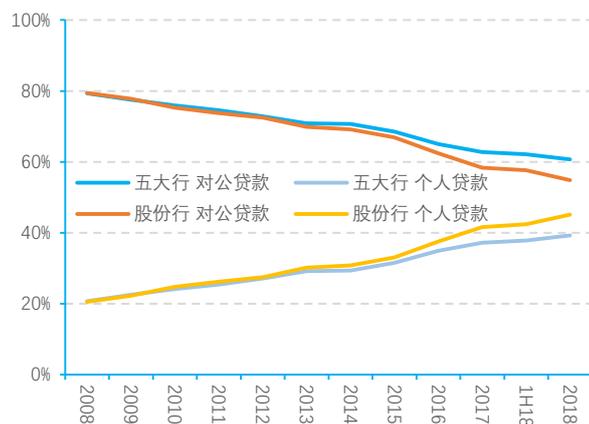
贷款占比变化(2018-2017)	6家大行	8家股份行	12家城商行	6家农商行	32家上市行
制造业	-1.16%	-1.30%	-0.80%	-3.16%	-1.18%
交通运输、仓储和邮政业	0.00%	-0.21%	-0.15%	0.31%	-0.14%
租赁和商务服务业	0.21%	-0.03%	-0.66%	0.72%	0.16%
房地产业	0.25%	0.51%	0.48%	-0.16%	0.35%
批发和零售业	-0.85%	-1.72%	-1.05%	-0.49%	-1.05%
电力、燃气及水的生产供应	-0.29%	-0.10%	-0.03%	0.18%	-0.27%
水利、环境和公共设施管理	0.06%	0.26%	-0.31%	0.22%	0.13%
建筑业	0.05%	-0.08%	0.02%	0.17%	0.04%
其他类	-0.58%	0.51%	-0.68%	0.22%	-0.31%
对公合计	-2.13%	-3.46%	-3.22%	-2.07%	-2.47%
信用卡	0.37%	1.91%	0.31%	-0.08%	0.77%
消费及经营性贷款	0.03%	-0.25%	2.94%	1.83%	0.22%
个人按揭贷款	1.92%	0.51%	-0.08%	0.25%	1.30%
个贷合计	2.13%	3.46%	3.22%	2.07%	2.47%

资料来源：WIND，天风证券研究所

1.2. 房贷/信用卡是全国性银行零售拓展利器

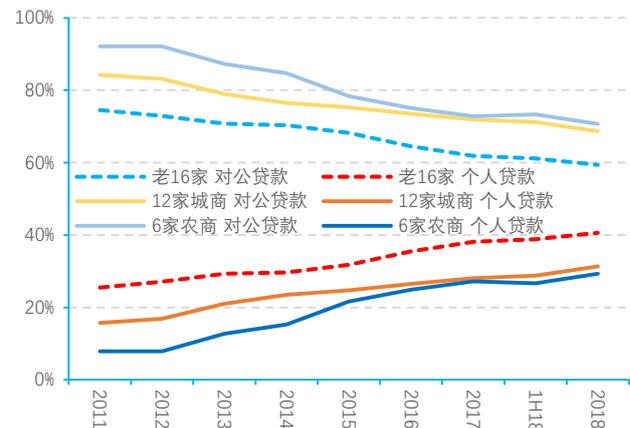
贷款向个贷倾斜是大势所趋。在 10 年左右的时间跨度内，观察大行/股份行/城商行/农商行四组银行，其均呈现出鲜明的从对公转向零售的趋势。**对公占比降；个贷占比升。**从 11 年到 18 年，该四组银行的对公和个贷分别累计交换了 18.9 pct、13.8 pct、15.6 pct、21.4 pct。比较这 7 年的转换幅度，是农商行>大行>城商行>股份行。而截至 18 年末的转换进度排序则是：股份行>大行>城商>农商。**股份行相对更为彻底**，其零售贷款占比已达 45.1%，高于大行 39.3%、城商行 31.3%、农商行 29.3%。

图 4：贷款端转向零售的程度：股份行>大行



资料来源：WIND，天风证券研究所

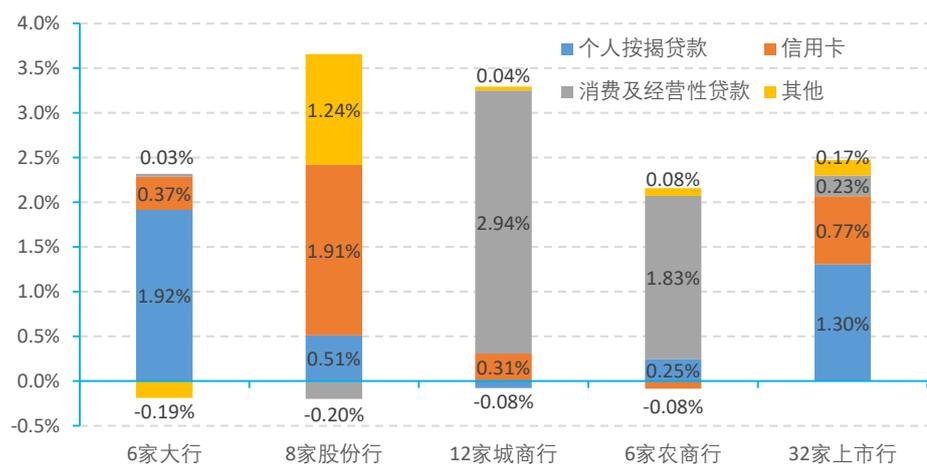
图 5：城商/农商行贷款端转向零售的程度相对较低



资料来源：WIND，天风证券研究所

房贷和信用卡是个贷扩张的主战场。32 家上市行整体来看，零售贷款占比从 17 年的 38.7% 提升至 18 年的 41.1%，这 2.47 pct 的提升，主要由住房按揭和信用卡贡献（各占 1.30 pct 和 0.77 pct）。18 年零售贷款占比提升幅度：股份行>城商行>大行>农商行。看各组银行的主要驱动因子：大行靠房贷（1.92 of 2.13 pct），股份行靠信用卡（1.91 of 3.46 pct），城商行、农商行几乎全靠消费及经营性贷款（2.94 of 3.22 pct，1.83 of 2.07 pct）。由此看出，地方法人银行受限于地域，房贷和信用卡基础薄弱，其零售转型则主要靠消费及经营贷。

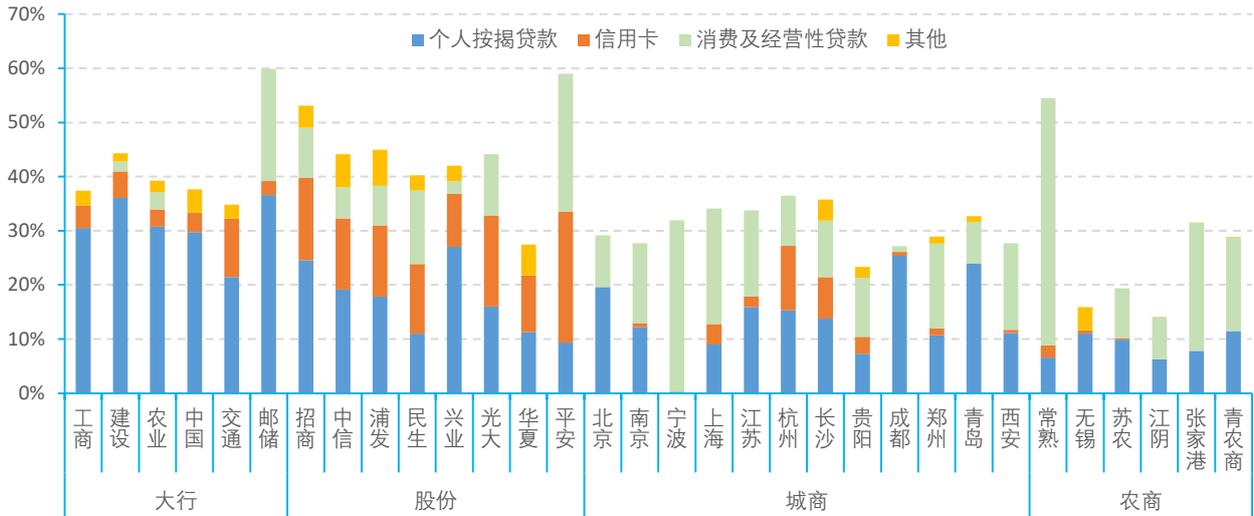
图 6：17-18 年各组上市银行零售贷款占比提升贡献拆解



资料来源：WIND，天风证券研究所

股份行贷款端零售转型更具优势。逐家观察上市银行零售贷款结构可发现：1) 邮储/平安/招商/常熟贷款端零售转型较为彻底，32 家上市行中，大行中邮储，股份行中平安、招商，农商行中常熟，个贷占比分别为 60%、59%、53%、54%，显著高于其他上市银行，也因此，其在经营上更不容易受经济周期波动影响较；2) 大行一般不太重视信用卡、消费及经营贷，而地方银行受经营地局限，其信用卡和房贷又容易面临瓶颈，而股份行在房贷/信用卡/消费及经营贷三者之间可以结合地更好，在零售转型上具备得天独厚地优势。

图 7：2018 年末 33 家上市银行零售贷款细分项在总贷款中的占比结构



资料来源：WIND，天风证券研究所

1.3. 不良高发行业贷款占比下降

所谓不良易发行业，通常指那些不良率常常在整体不良率的 1.5 倍以上的行业。试以 2018 年的不良率为例。对公行业中，制造业、批发零售业、采矿业不良率是整体对公不良率的 2.5 倍/2.2 倍/1.5 倍（在以往年份中，该倍数关系也相对稳定），我们称其为“对公不良易发行业”。零售类别中，其他类(个贷)、信用卡、消费及经营性贷款的不良率是整体零售不良率的 2.3 倍/1.9 倍/1.9 倍，故也称其为“零售不良易发行业”。但应注意到，因对公和零售贷款不良率本身差异较大，因此“零售不良易发行业”比“对公不良易发行业”的安全性，也还是要好出不少。

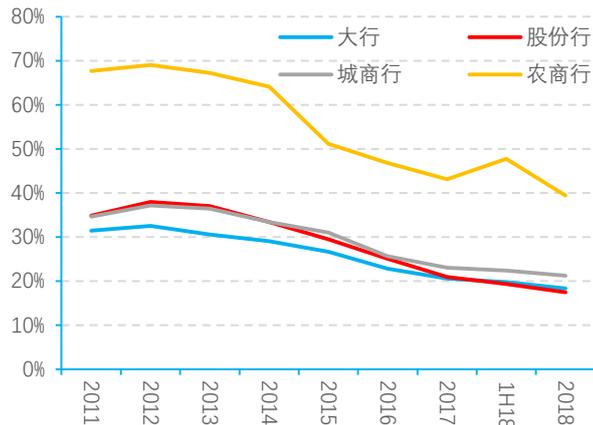
图 8：不良易发行业的特征——不良率往往是当年整体不良率的 1.5 倍以上

	2018	倍数
制造业	5.35%	2.5
批发和零售业	4.87%	2.2
采掘业	3.30%	1.5
公司类贷款	2.16%	1.0
其他（个贷）	1.54%	2.3
消费及经营性贷款	1.29%	1.9
信用卡	1.26%	1.9
个人按揭贷款	0.27%	0.4
零售类贷款	0.68%	1.0

资料来源：WIND，天风证券研究所

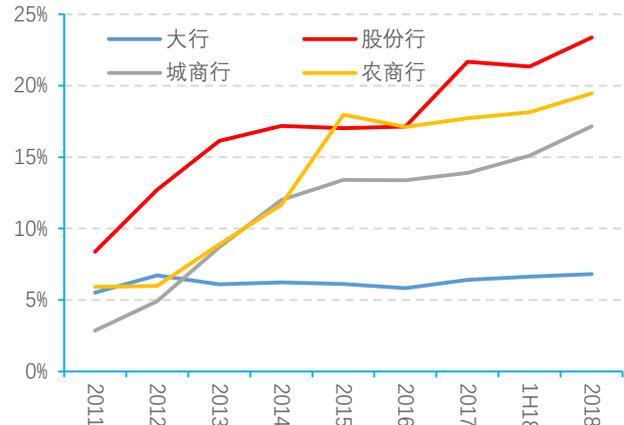
对公不良易发行业占比持续下降。大行/股份/城商均在 18 年下降到了 20%左右；农商行虽然也在持续下降，但 18 年末仍有约 40%，但应注意到，其大部分应该由制造业构成。大行以房贷拓展个贷，故其不良易发占比维持低位。因股份行/城商行/农商行均不同程度地采取了房贷以外的零售扩张方式，其零售不良易发贷款占比是上升的。但仍需注意，因零售整体不良中枢低于对公，纵使用零售不良易发品种置换对公不良易发行业，资产质量仍然能得到优化。

图 9：对公不良易发行业贷款占比持续下降



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：零售不良易发贷款占比稳步上升（大行保持平稳）

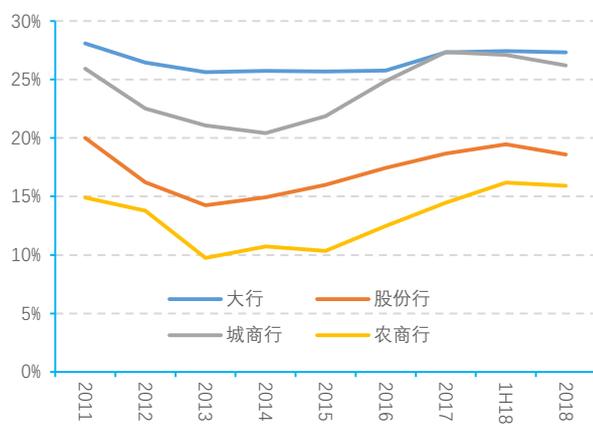


资料来源：WIND，天风证券研究所

1.4. 基建类贷款占比稳定在较高水平

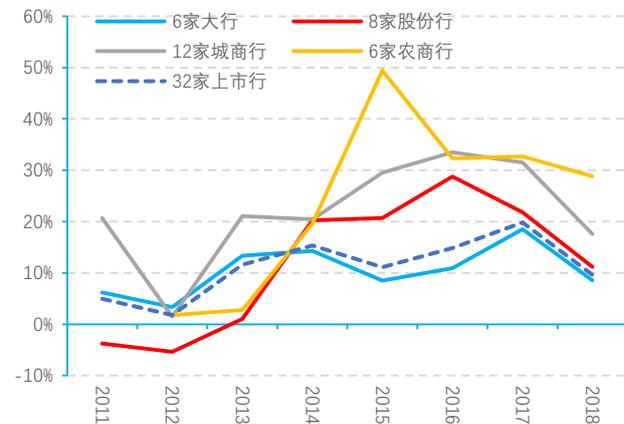
基建类占比在相对高位企稳。此前我们定义了与基建密切相关的 4 个行业，交运仓储邮政、租赁和商务服务、电力燃气水、水利环境公共设施。大行和城商行的基建类贷款占比比较高，17-18 年稳定在 25%-30%之间，股份行接近 20%，城商行稳定在略高于 15%的水平。**基建类行业贷款增速有所下滑。**18 年上半年延续了 17 年以来的严监管态势，地方政府隐性债务整治和去杠杆叠加，或使得 18 年基建类贷款同比增速有所下滑。但在 19 年年初政府工作报告对稳增长的强调，以及当前贸易摩擦反复的态势下，逆周期调节有望保持力度，**基建增速有望回升。**

图 11：基建类 4 个行业的占比在相对高位企稳



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 12：基建类 4 个行业贷款同比增速 18 年有所下滑



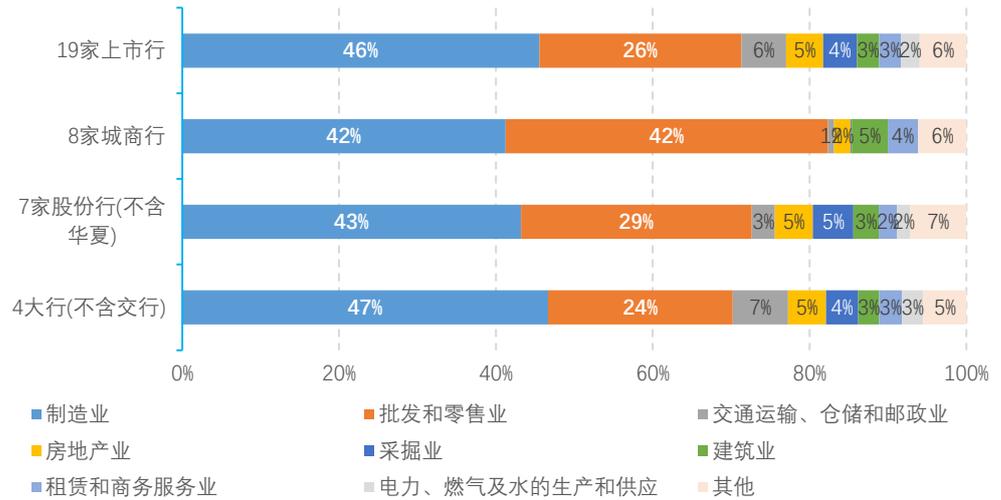
资料来源：WIND，天风证券研究所

2. 资产质量整体向好，个贷业务性价比更佳

2.1. 仍以制造+批发零售为主，但生成压力分化

不良贷款仍以制造业和批发零售为主。仅部分银行在 18 年年报中披露了分行业不良贷款，由此我们能得到 4 家大行（不含交行/邮储）、7 家股份行（不含华夏）、8 家城商行（不含北京/宁波/成都/西安）的合并口径。19 家合并口径来看，制造业、批发和零售业分别占比 46%、26%，其他行业占比都在 7%以下。分组来看，8 家城商行的批发零售业不良占比高达 42%，较为突出；城商行、股份行制造业不良占比低于大行。

图 13：2018 年各组上市银行对公不良贷款结构



资料来源：WIND，天风证券研究所

制造业和批发零售的不良生成压力分化。观察各行业不良贷款在总不良中占比，可知不良生成压力变化。从 17 年到 18 年，19 家上市行整体来看，制造业占比上行 1.77 pct，交运仓储邮政业不良占比上升 0.84 pct，风险仍在持续暴露；而批发零售和采矿业不良占比则分别下行 2.23 pct、1.28 pct，不良生成势头在收敛。制造业和批发零售业的不良生成压力在一收一放之间获得平衡，整体不良生成平稳。

图 14：2017-2018 年对公各行业不良贷款占比变化

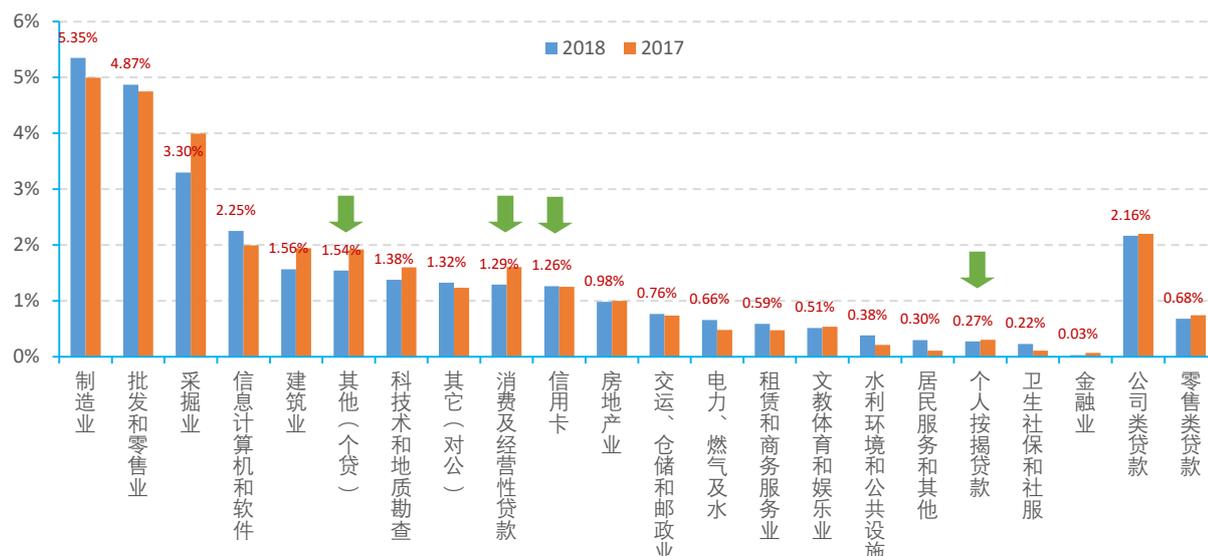
对公各行业不良贷款占比变化 (2017-2018年)	4大行 (不含交行)	7家股份行 (不含华夏)	8家城商行	19家上市行
制造业	1.42%	2.87%	1.51%	1.77%
批发和零售业	-2.82%	-1.58%	2.01%	-2.23%
交通运输、仓储和邮政业	1.13%	0.38%	-0.28%	0.84%
房地产业	-0.72%	1.20%	-1.31%	-0.24%
采掘业	-0.88%	-2.39%	-0.03%	-1.28%
建筑业	-0.27%	-0.78%	-1.49%	-0.43%
租赁和商务服务业	0.48%	0.14%	1.18%	0.41%
电力、燃气及水的生产和供应	0.85%	0.37%	0.00%	0.68%
其他	0.82%	-0.21%	0.36%	0.54%

资料来源：WIND，天风证券研究所

2.2. 18 年末到 19Q1，不良率“稳中趋降”

共有 7 家上市银行披露了完整的对公及零售贷款细项分类，3 家大行+4 家股份行。**零售不良率低于对公 1.48 pct。**即使是零售里相对不良高发的信用卡、消费及经营贷，其 18 年不良率仅为 1.29%和 1.26%，在多个对公行业中位于中下游水平。再加上不良率低至 0.27%、且体量较大的房贷按揭，18 年零售贷款整体不良率仅为 0.68%。而彼时对公贷款不良率已高达 2.16%。

图 15：2017-2018 年 7 家上市银行分行业不良率变化情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：7 家披露不良贷款细项分类的上市银行分别为：(大行中) 建行、农行、中行，(股份行中) 招行、浦发、兴业、平安；数据标签为 18 年数据。

18 年末上市银行不良率稳中趋降。按年报中有披露不良细项的 19 家上市行合并口径，从 17 年到 18 年，**公司贷款不良率(加权)仅上行 1BP，总体保持稳定。**其中，大行持平，股份行和城商行分别上行 5BP、9BP。分行业不良率来看，**有 12 个行业上行，4 个行业下行。**制造业和批发零售业分别上行 55BP 和 26BP，而采矿业、建筑业、房地产业不良率下行 37BP、30BP、13BP。两股力量在此基本坏互相抵消，使整体不良率平稳。

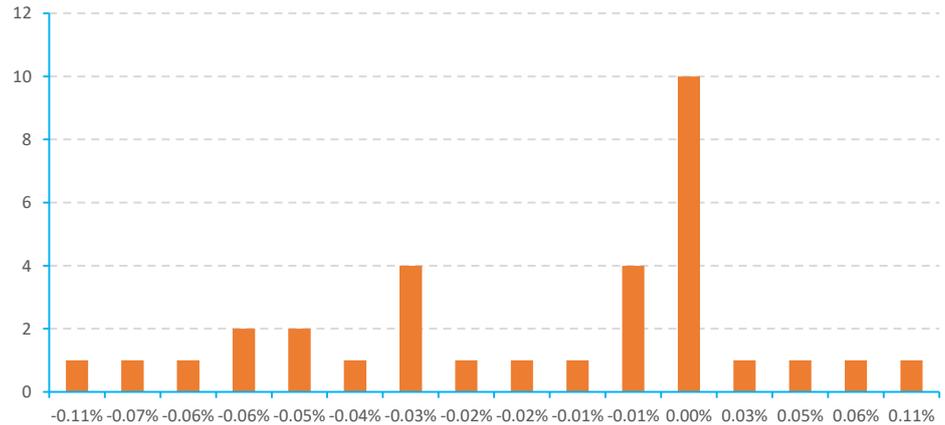
图 16：2017-2018 年上市银行对公各行业不良率变化情况

贷款占比排序	17-18年不良率变化 (按行业分类)	4大行 (工建农中)	7家股份行 (不含华夏)	8家城商行	19家上市行
1	制造业	0.50%	0.80%	0.33%	0.55%
15	文化、教育、体育和娱乐业	1.02%	-0.10%	-0.27%	0.43%
14	信息传输、计算机服务和软件		0.51%	0.48%	0.37%
17	科研、技术服务和地质勘查业		-0.22%	1.13%	0.35%
5	批发和零售业	-0.04%	1.02%	0.62%	0.26%
6	电力、燃气及水的生产和供应	0.17%	0.21%	0.00%	0.17%
18	居民服务和其他服务业		0.71%	-0.30%	0.12%
2	交通运输、仓储和邮政业	0.10%	0.12%	-0.13%	0.10%
7	水利、环境和公共设施管理业	0.16%	-0.01%	0.03%	0.09%
13	卫生、社会保障和社会服务业	-0.04%	0.25%	-0.06%	0.06%
10	金融业	-0.02%	0.37%	-0.01%	0.06%
3	租赁和商务服务业	0.07%	0.01%	0.09%	0.05%
9	其它(对公)	0.08%	-0.55%	0.07%	-0.11%
4	房地产业	-0.26%	0.11%	-0.18%	-0.13%
8	建筑业	-0.26%	-0.35%	-0.30%	-0.30%
11	采掘业	-0.22%	-0.64%	-0.69%	-0.37%
	公司类不良贷款合计	0.00%	0.05%	0.09%	0.01%

资料来源：WIND，天风证券研究所

不良率“稳中趋降”的态势在一季报中进一步得到验证。19Q1 多数银行不良率环比持平或下降。共有 10 家银行 19Q1 不良率与 2018 年底持平；仅 4 家银行不良率环比上升，贵阳+11BP、张家港+6BP、上海+5BP、西安+3BP；共 19 家不良率是下降的，降幅较大的，青农商行-11BP、江阴-7BP、农行/北京-6BP、中信/杭州-5BP。资产质量整体环比改善较为显著。

图 17： 2018-19Q1 上市银行不良率变化幅度——下降者居多（单位：个）

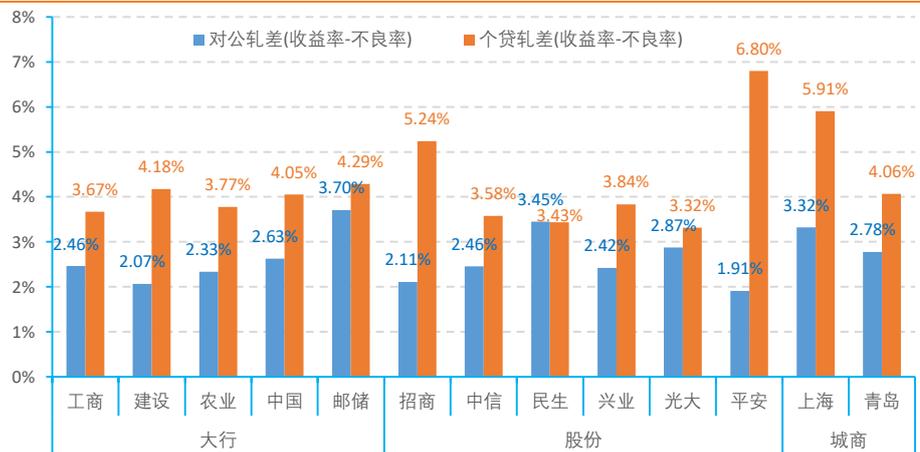


资料来源：WIND，天风证券研究所

2.3. 考虑风险成本后，个贷收益率优势更显著

个贷的不良率低于对公，且该优势近年来有所扩大。观察样本 19 家上市行 18 年情况，对公不良率 2.16%，零售 0.68%，零售优于对公 1.48 pct。且从 15-18 年分别为 1.20 pct、1.44 pct、1.46 pct、1.49 pct，逐年有所扩大。而对应的贷款收益率如何呢？要加权计算可能比较麻烦。换成单家银行的思路，将 18 年年报中披露的对公贷款和个贷的收益率找出来，分别扣除对应的不良率，比较之后的轧差，哪个比较大。结果，除了民生的个贷轧差低于对公 2BP 外，其余 12 家披露完整的银行，个贷轧差都高于对公。这表明个贷相比于对公的确性价比更高。13 家行该差距的算术平均为 1.66 pct，平安的 4.88 pct、招行 3.13 pct 远超平均、尤为亮眼，表明其正充分享受着零售转型的硕果。此外，上海的 2.59 pct 和建行的 2.11 pct 也颇为占优。

图 18： 2018 年上市银行扣除风险成本后的个贷收益率普遍高于对公



资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 投资建议：不良率稳中趋降，零售转型优势凸显

（一）贷款结构向个贷倾斜，银行经营策略分化

截至 18 年末，32 家上市银行对公贷款 52.07 万亿，YoY +5.73%，同比增量 2.82 万亿（17 年为 3.65 万亿）；零售贷款 36.40 万亿，YoY +17.21%，同比增量 5.34 万亿（17 年为 5.35 万亿）。17-18 年，32 家行整体来看，对公占比下降，个贷上升，二者交换了 2.47 pct；贷款结构向零售转移，房贷仍是其增量的主力。18 年末，19 家上市银行对公不良率(加权)

为 2.07%，比 17 年上行 1BP；7 家上市银行对公不良率 2.16%，零售不良率 0.68%，较 17 年下降 4BP 和 6BP；零售不良率比对公低 1.48 pct。(19 家、7 家为有相应披露数据的口径)

(二) 潜在信用风险担忧缓解，不良率稳中趋降

18 年末，对公不良易发行业占比下降，大行/股份/城商行均下降到了 20% 左右；农商行虽然也在持续下降，但仍高达 40% 左右，其中大部分为制造业贷款。股份行/城商行/农商行零售不良易发贷款占比上升，因其不同程度地依靠了信用卡、消费及经营贷来扩张个贷；但考虑到零售整体不良中枢低于对公，该过程仍可使资产质量得到优化。大行主要以房贷拓展个贷，故其零售不良易发占比维持低位，信用风险担忧较小。制造业和批发零售的不良生成压力分化。17-18 年，19 家上市行不良贷款行业结构，制造业占比上行 1.77 pct，交运仓储邮政业占比上升 0.84 pct，风险仍在持续暴露；而批发零售和采矿业不良占比则分别下行 2.23 pct、1.28 pct，不良生成势头收敛。二者对冲，整体不良率平稳。19Q1 多数银行不良率环比持平或下降。33 家上市行中，19Q1 不良率环比持平的有 10 家，环比上升的有 4 家，环比下降有 19 家。

(三) 考虑风险成本后，个贷收益率优势更显著

个贷的不良率低于对公，且该优势近年来有所扩大。18 年末样本 19 家上市行，对公不良率 2.16%，零售 0.68%，零售优于对公 1.48 pct。且自 15 年 1.20 pct 以来，逐年有所扩大。考虑风险成本后的收益率如何呢？找出 18 年年报中披露的对公和个贷的收益率，扣除相应不良率，得到扣除风险成本后的贷款收益率，计算个贷对公的差距。各家银行比较来看，除了民生的个贷低于对公 2BP 外，其余 12 家披露完整的银行，个贷都高于对公。这表明个贷相比于对公的确性价比更高。这 13 家行中，个贷高于对公的算术平均为 1.66 pct，平安的 4.88 pct、招行 3.13 pct 远超平均、尤为亮眼，表明其正充分享受着零售转型的硕果。此外，上海的 2.59 pct 和建行的 2.11 pct 也颇为占优。

投资建议：18 年个贷占比提升 2.47 pct，零售转型继续推进；个贷不良率低于对公 1.48 pct，使得个贷扣除风险成本后的收益率高于对公 1.66 pct，平安、招行等零售转型领跑者已在品尝硕果。主推低估值、涨幅较小、长逻辑较好的平安、江苏、常熟、兴业，关注招行等估值较高但基本面优异的标的。

4. 风险提示

信用卡、消费及经营贷受共债风险波及；内外部不确定性加强。

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	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com