

银行贷款投向及风险暴露研究

——银行行业深度报告

强于大市（维持）

日期：2019年01月07日

投资要点：

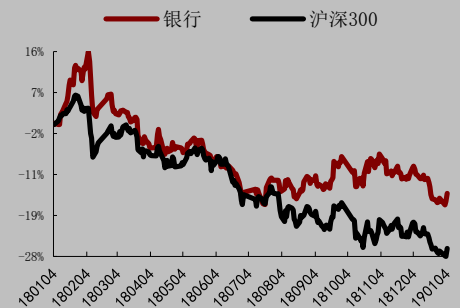
- 展望 2019 年，短期经济增长仍面临下行压力。在政策托底基建的背景下，房地产下行的风险将成为主要矛盾。
- 综合看各部门杠杆率数据，企业部门杠杆率在供给侧改革的过程中，特别是 2016-2017 年得到了有效控制，但是部分传统的高负债率行业，负债率仍处于高位，风险依然存在，预计部分行业受经济下滑以及贸易战的影响还是相对较大。政府部门杠杆上升和每次财政刺激的时点保持一致。虽然隐性债务的快速增长使得政府的杠杆率上升较快，但是如果债务偿付能力高，则出现风险的可能性很低。为了托底经济，基建是抓手，2019 年政府还是会被动加杠杆。考虑到稳定预期，风险大幅暴露的可能性不大。居民部门杠杆，主要体现在按揭贷款的上升。直观上看，居民部门杠杆率高企确实加重了居民负担，特别是 2015 年以后房价的大幅上涨，使得居民住房成本上升较快，在一定程度上抑制了消费，部分城市已经产生了住房高成本对消费的“挤出效应”，特别是经济下行期，挤出效用将有所放大。这些方面都是未来的风险点。
- 从过去几年新增变动看，新增贷款主要来自于与地方政府相关的基建类贷款、房地产相关贷款以及居民相关的零售贷款（主要以按揭为主），而制造业贷款和批发零售贷款则持续被压降。制造业和批发零售业的不良率已经高于 2008 年的水平，房地产相关贷款、基建类贷款以及个人贷款的不良率也已经接近 2008-2009 年的水平。在政府财政压力不断上升以及房地产开发商现金流存在进一步恶化的情况下，明年这些传统低风险或者相对低风险的贷款的不良率有进一步上升的可能。相应，银行的信用成本也将上升。再来对比各家银行的贷款结构，高低风险贷款的占比，以及高风险贷款中，房地产贷款的占比情况。国有大行、部分城商行和农商行低风险贷款的占比较高，受明年经济下行的影响相对较小。
- 投资策略：展望 2019 年，短期经济增长面临下行压力，资产质量的问题将成为核心矛盾，不良的暴露程度将决定银行股的估值水平，信用的有效传导有望驱动银行板块估值上行。银行板块目前的估值处于历史最低水平（部分银行对应的 2019 年 PB 已经降到 0.6 倍以下），基本隐含了对经济前景、资产质量的悲观预期。因此，我们维持板块强于大势的投资评级，重点推荐国有大行、招商银行和宁波银行。

风险提示：资产质量下滑超预期、市场下跌出现系统性风险

盈利预测和投资评级

股票简称	18B	19B	18PB	评级
工商银行	6.33	6.94	0.83	增持
建设银行	7.66	8.45	0.83	增持
招商银行	19.8	22.1	1.28	增持
宁波银行	12.5	13.8	1.31	增持
常熟银行	5.30	5.89	1.19	增持
上海银行	13.8	15.9	0.81	增持

银行行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年01月04日

相关研究

万联证券研究所 20190102_行业周观点_AAA_板块估值低位

万联证券研究所 20181226_行业快评_AAA_推动永续债发行 补充一级资本

万联证券研究所 20181224_行业周观点_AAA_央行设立 TMLF 缓解小微融资难问题

分析师：郭懿

执业证书编号：S0270518040001

电话：010-66060126

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

目录

1、本文的主要逻辑.....	3
2、融资端判断银行资产的风险点.....	4
3、供给端银行表内贷款结构判断各家银行受到的影响大小.....	6
3.1 零售业务转型促使银行卡业务收入的快速增长.....	6
3.2 制造业和批发零售业的不良率超过了 2008 年的水平.....	7
4、投资建议.....	10
图表 1：各部门杠杆率.....	4
图表 2：剔除金融行业的平均资产负债率.....	4
图表 3：基建投资与企业中长期贷款对比.....	5
图表 4：按揭贷款投放及增速.....	6
图表 5：银行业人民币贷款结构图.....	6
图表 6：工商银行部分行业贷款占比变动.....	7
图表 7：招商银行部分行业贷款占比变动.....	7
图表 8：工行部分行业不良率变动.....	8
图表 9：招行部分行业不良率变动.....	8
图表 10：各行业不良率与商业银行整体不良率对比.....	8
图表 11：各家银行不同风险敞口贷款占比.....	9
图表 12：各家银行高风险行业贷款占比.....	9

1、本文的主要逻辑

展望 2019 年，短期经济增长仍面临下行压力。在政策托底基建的背景下，房地产下行的风险将成为主要矛盾。经济下滑，银行资产质量会有波动，引发信用成本的上升。

关于银行资产质量评估以及风险点的问题，我们评估的角度，主要从融资需求端过去几年杠杆率的变动情况来做判断，并结合表内贷款的结构，不良率的相对位置等因素，综合判断各家银行受到的影响大小。

综合看各部门杠杆率的数据，企业部门杠杆率在供给侧改革的过程中，特别是 2016-2017 年得到了有效控制，但是部分传统的高负债率行业，如房地产、建筑、电力及公用事业、钢铁以及家电等行业，负债率仍处于高位，所以，风险依然存在，预计部分行业受经济下滑以及贸易战的影响还是相对较大。政府部门杠杆上升和每次财政刺激的时点保持一致。2015 年以来，PPP 项目的快速扩张，带来了地方政府隐性债务的快速增长。虽然隐性债务的快速增长使得政府的杠杆率上升较快，但是如果债务偿付能力高，则出现风险的可能性很低。不过从各种角度对基建投资进行分析，政府部门一些项目仍存在风险。但是，为了托底经济，基建是抓手，2019 年政府还是会被动加杠杆。但是考虑到稳定预期，风险大幅暴露的可能性不大。至于居民部门杠杆，主要体现在就是按揭贷款的上升，截至 2018 年中期，银行表内的个人贷款占比均值达到 38%，其中，超过 80%都是按揭贷款或者与住房相关的贷款。直观上看，居民部门杠杆率高企确实加重了居民负担，特别是 2015 年以后房价的大幅上涨，使得居民住房成本上升较快，在一定程度上抑制了消费，部分城市已经产生了住房高成本对消费的“挤出效应”，特别是经济下行期，挤出效用将有所放大。这些方面都是未来的风险点。

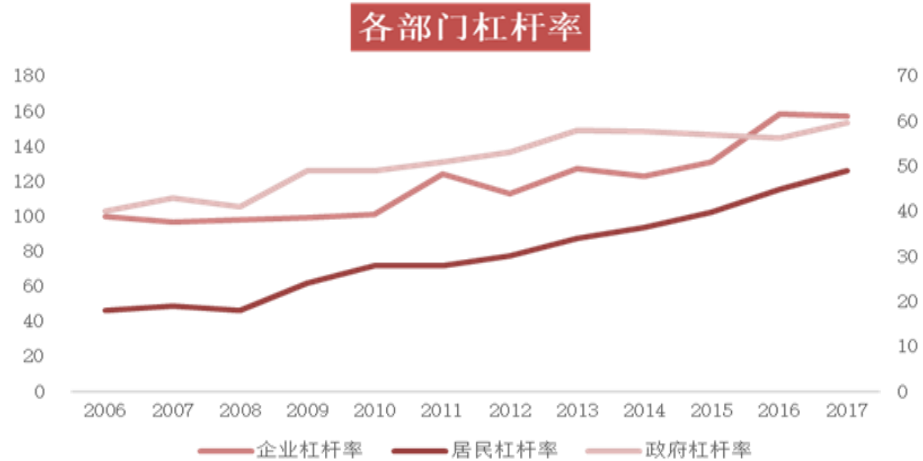
我们对 2019 年经济增长的展望以及各部门杠杆率的情况对影响资产质量的风险点进行分析。现在我们从表内贷款的结构来分析判断各家银行受到的影响大小。从过去几年新增变动看，新增贷款主要来自于与地方政府相关的基建类贷款、房地产相关贷款以及居民相关的零售贷款（主要以按揭为主），而制造业贷款和批发零售贷款则持续被压降。而我们对各行业贷款不良率数据整理对比，从相应行业不良率的变动情况看，制造业和批发零售业的不良率已经高于 2008 年的水平，房地产相关贷款、基建类贷款以及个人贷款的不良率也已经接近 2008-2009 年的水平。在政府财政压力不断上升以及房地产开发商现金流存在进一步恶化的情况下，明年这些传统低风险或者相对低风险的贷款的不良率有进一步上升的可能。相应，银行的信用成本也将上升。再来对比各家银行的贷款结构，高低风险贷款的占比，以及高风险贷款中，房地产贷款的占比情况。国有大行、部分城商行和农商行，如光大银行、中信银行、常熟银行、招商银行、上海银行、宁波银行等，低风险贷款的占比较高，且高风险贷款的占比低。受明年经济下行的影响相对较小。

展望 2019 年，短期经济增长面临下行压力，资产质量的问题将成为核心矛盾，不良的暴露程度将决定银行股的估值水平，信用的有效传导有望驱动银行板块估值上行。银行板块目前的估值处于历史最低水平（部分银行对应的 2019 年 PB 已经降到 0.6 倍以下），基本隐含了对经济前景、资产质量的悲观预期。因此，我们维持板块强于大势的投资评级，重点推荐国有大行、招商银行和宁波银行。

2、融资端判断银行资产的风险点

融资端评价，我们采用通用的三部门负债对 GDP 的杠杆率指标来逐一分析。综合来看，过去几年企业部门、政府部门和居民部门的杠杆率，均呈现上升趋势，幅度和节奏略有不同。

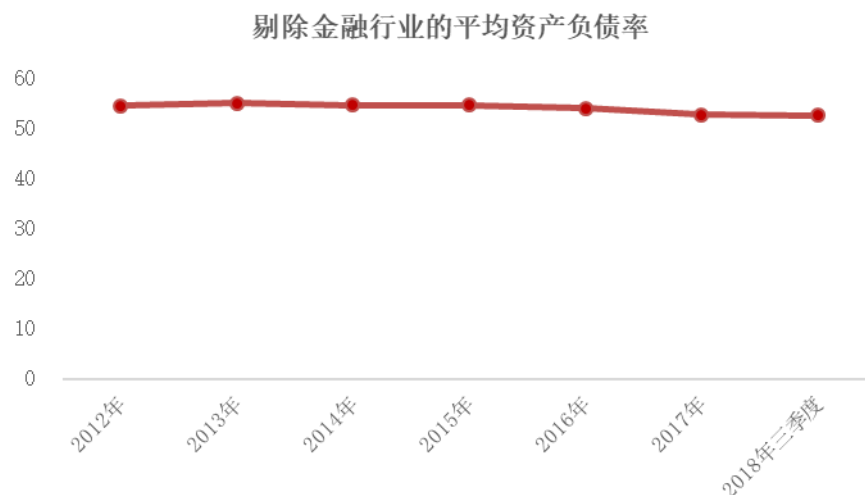
图表 1：各部门杠杆率



资料来源：wind 资讯，万联证券研究所

从过去几年各部门杠杆率的变动看，企业部门杠杆率在 2015 年之前上升较大，2016-2017 年走平。企业部门因为 2015 年以来供给侧改革的大思路下，三去一降一补的政策执行后，企业的负债率在 2016-2017 年基本保持稳定。传统的高负债率行业，房地产、建筑、电力及公用事业、钢铁以及家电等行业，除了房地产行业外，其他行业资产负债率保持稳定或者下降。整体上还是处于高位，所以，风险依然存在，预计部分行业受经济下滑以及贸易战的影响还是相对较大。

图表 2：剔除金融行业的平均资产负债率

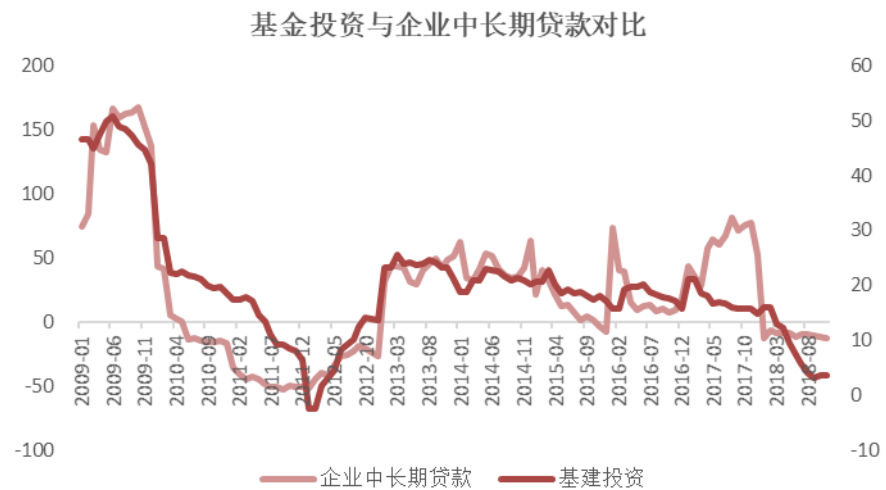


资料来源：wind 资讯，万联证券研究所

政府部门杠杆上升和每次财政刺激的时点保持一致。政府类投资又集中在基建投资，

2015 年以来，PPP 项目的快速扩张，带来了地方政府隐性债务的快速增长。虽然隐性债务的快速增长使得政府的杠杆率上升较快，但是如果债务偿付能力高，则出现风险的可能性很低。反之亦然。通过对债务结构的研究，我们认为债务问题最突出的是地方政府的隐性债务，主体部分是地方融资平台公司债务。根据相关数据保守估计，地方融资平台债务在 35 万亿元左右，预计有 15% 融资平台公司的利息保障倍数低于 2，有超过 10% 的融资平台营业利润不足以支付债务利息，这部分融资风险相对较大。如果从基建类相关贷款的增长以及投向看，过去几年基建投入的重点是水利、环境和公共设施管理，其中占比较大的是公园和旅游景区管理方面的基建投入，而这些基建投资很难得到商业回报，也是存在风险的。但是，为了托底经济，基建是抓手，2019 年政府还是会被动加杠杆。但是考虑到稳定预期，风险大幅暴露的可能性不大。

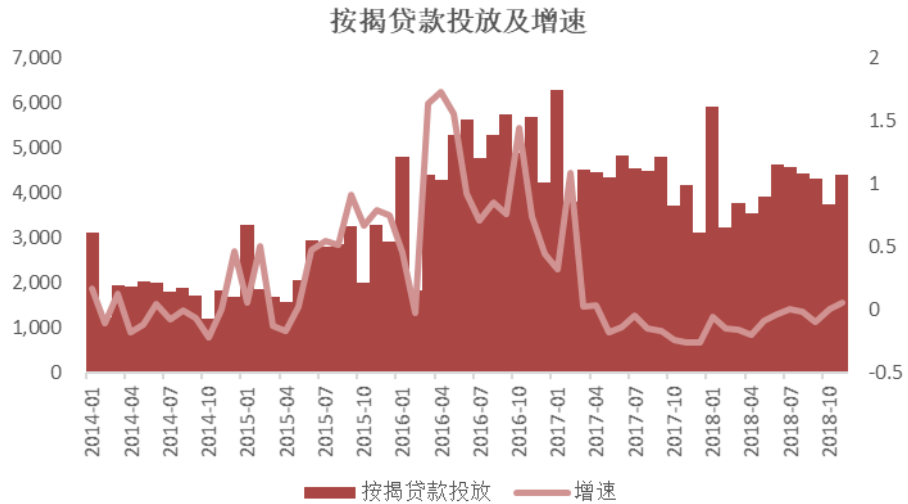
图表 3：基建投资与企业中长期贷款对比



资料来源：wind 资讯，万联证券研究所

居民杠杆部分，从 2015 年下半年到 2017 年，居民经历了一个非常剧烈的加杠杆过程。主要体现在就是按揭贷款的上升，截至 2018 年中期，银行表内的个人贷款占比均值达到 38%，其中，超过 80% 都是按揭贷款或者与住房相关的贷款。直观上看，居民部门杠杆率高企确实加重了居民负担，特别是 2015 年以后房价的大幅上涨，使得居民住房成本上升较快，在一定程度上抑制了消费，部分城市已经产生了住房高成本对消费的“挤出效应”，特别是经济下行期，挤出效用将有所放大。

图表 4: 按揭贷款投放及增速



资料来源: wind 资讯, 万联证券研究所

3、供给端银行表内贷款结构判断各家银行受到的影响大小

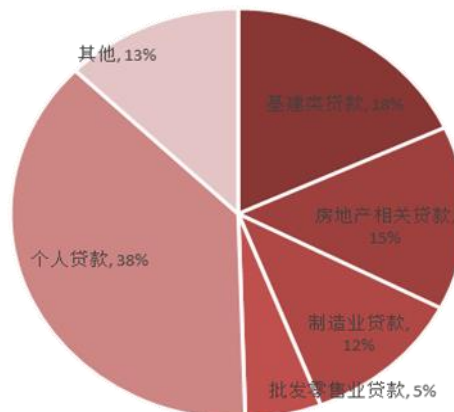
我们对2019年经济增长的展望以及各部门杠杆率的情况对影响资产质量的风险点进行分析。现在我们从表内贷款的结构来分析判断各家银行受到的影响大小。

3.1 零售业务转型促使银行卡业务收入的快速增长

从上市银行的信贷数据看,截至2018年中期,银行板块表内贷款的结构是,对公贷款占比62%,零售贷款占比38%。公司贷款中,包括基建类贷款占比18%,房地产相关贷款占比15%,制造业贷款12%,批发零售业贷款5%,其他贷款13%。

图表5: 银行业人民币贷款结构图

银行业人民币贷款结构图



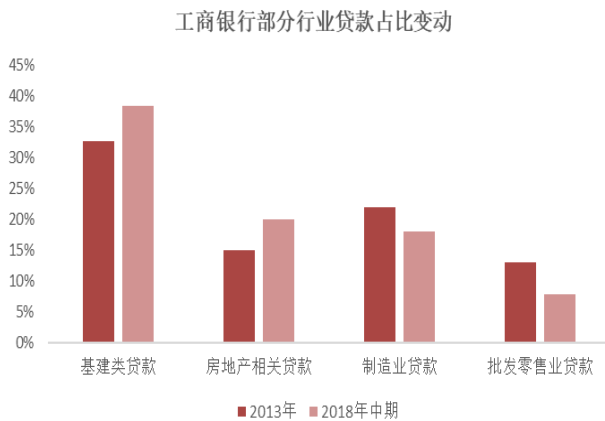
资料来源: wind 资讯, 万联证券研究所

从过去几年新增变动看，新增贷款主要来自于与地方政府相关的基建类贷款、房地产相关贷款以及居民相关的零售贷款（主要以按揭为主），而制造业贷款和批发零售贷款则持续被压降。

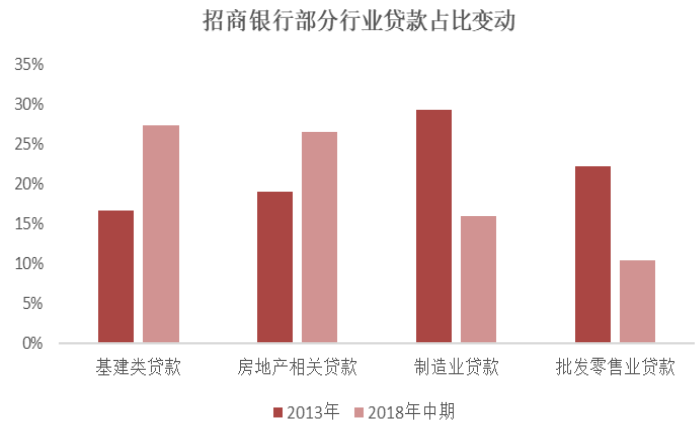
以工行和招行为例，过去5年中，工商银行基建类贷款占比和房地产相关贷款占公司类贷款的比例从2013年32.7%和15%上升到2018年中期的38.4%和20%，分别上升了近6个和5个百分点；招商银行基建类贷款和房地产相关贷款的占公司类贷款的比例则是从2013年的16.7%和19%上升到2018年中期的27.4%和26.5%，分别上升了10个和8个百分点。

工商银行制造业贷款和批发零售贷款的占比从2013年的22%和13%下降到2018年中期的18%和8%，分别下降了4个和5个百分点；招商银行制造业贷款和批发零售贷款的占比从2013年的29.3%和22.3%下降到2018年中期的16%和10.5%，分别下降了14个和12个百分点。

图表6：工商银行部分行业贷款占比变动



图表7：招商银行部分行业贷款占比变动



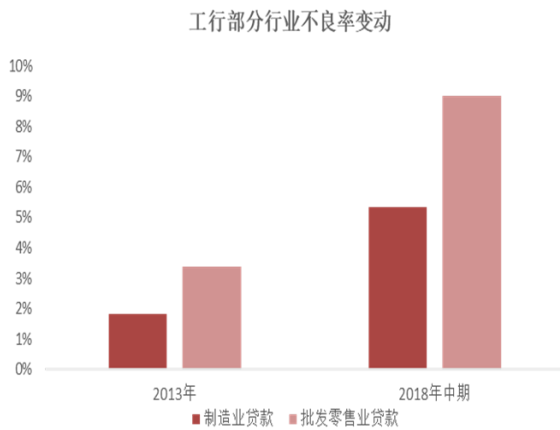
资料来源：上市银行公司公告，万联证券研究所

资料来源：上市银行公司公告，万联证券研究所

3.2 制造业和批发零售业的不良率超过了2008年的水平

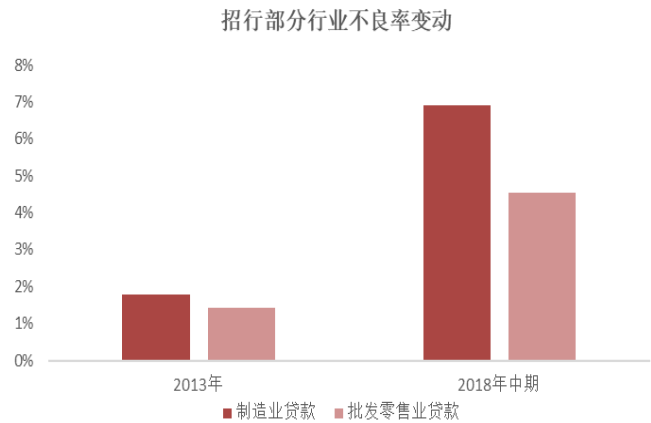
以工行和招行为例，工商银行制造业贷款和批发零售贷款的不良率从2013年的1.82%和3.4%上升到2018年中期的5.34%和9.02%；招商银行从2013年的1.78%和1.44%上升到2018年中期的6.91%和4.53%。

图表8：工行部分行业不良率变动



资料来源：上市银行公司公告，万联证券研究所

图表9：招行部分行业不良率变动



资料来源：上市银行公司公告，万联证券研究所

我们对各行业贷款不良率数据进行整理对比，从相应行业不良率的变动情况看，制造业和批发零售业的不良率已经高于2008年的水平，房地产相关贷款、基建类贷款以及个人贷款的不良率也已经接近2008-2009年的水平。在政府财政压力不断上升以及房地产开发商现金流存在进一步恶化的情况下，明年这些传统低风险或者相对低风险的贷款的不良率有进一步上升的可能。相应，银行的信用成本也将上升。

图表10：各行业不良率与商业银行整体不良率对比



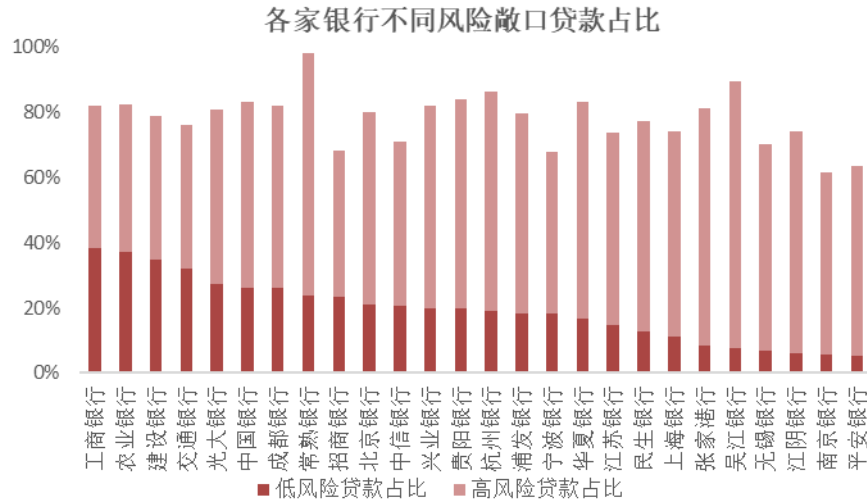
资料来源：wind资讯，万联证券研究所

再来对比各家银行的贷款结构，高低风险贷款的占比，以及高风险贷款中，房地产贷款的占比情况。

传统低风险贷款基建类贷款的占比中位数为20.3%，其中占比较高的公司基本集中在大型银行，包括工商银行、农业银行、建设银行和交通银行，分别占比39.5%、37.9%、35.2%和33.4%。对比不同类型的银行均值，国有大行基建类贷款的占比普遍较高，占比均值在35%；股份行基建类贷款的占比均值19.2%，光大银行和招商银行占比相对较

高，分别为28%和26%；城商行的占比均值18%，成都银行占比达到26%；农商行的占比均值为11.2%，常熟银行占比近24%。

图表11：各家银行不同风险敞口贷款占比

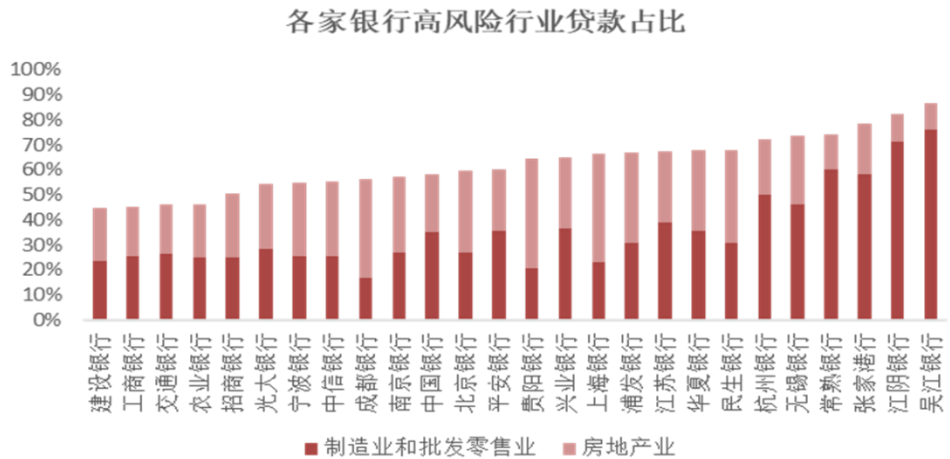


资料来源：上市银行公司公告，万联证券研究所

高风险贷款代表房地产开发相关贷款的占比中位数为26.44%，占比较低的银行主要集中在部分国有大行和部分农商行。其中工行、交行、常熟银行、吴江银行、江阴银行的占比低于20%，农业银行、中国银行、建设银行、招商银行、光大银行、杭州银行和张家港行的占比介于20%-26%之间。

高风险贷款制造业和批发零售业贷款的中位数为18.07%。占比较低的银行主要集中在国有大行和股份行。其中招商银行、建设银行、成都银行的占比低于15%，农业银行、工商银行、交通银行、中信银行、光大银行、浦发银行、上海银行、宁波银行占比在15%-18%之间。

图表12：各家银行高风险行业贷款占比



资料来源：上市银行公司公告，万联证券研究所

综合分析，国有大行、部分城商行和农商行，如光大银行、中信银行、常熟银行、招商银行、上海银行、宁波银行等，低风险贷款的占比较高，且高风险贷款的占比低。受明年经济下行的影响相对较小。

4、投资建议

2018年金融去杠杆，社融增速下行速度超过GDP增速，使得信用违约频发，市场对资产质量预期走弱的担忧持续存在，但是银行的贷款利率维持高位，业绩确定性较高。展望2019年，短期经济增长面临下行压力，资产质量的问题将成为核心矛盾，而不良的暴露程度将决定银行股的估值水平。

银行板块目前的估值处于历史最低水平（部分银行对应的2019年PB已经降到0.6倍以下），基本隐含了对经济前景、资产质量的悲观预期。预计目前已经推出的宽信用政策效果显现在2019年二季度，有望驱动银行板块估值上行。因此，我们维持板块强于大势的投资评级，重点推荐国有大行、招行和宁波银行。

银行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2019年01月04日)

证券代码	公司简称	每股净资产			收盘价	市净率			投资评级
		17A	18E	19E		17A	18E	19E	
601398.SH	工商银行	5.73	6.33	6.94	5.27	0.92	0.83	0.76	增持
601939.SH	建设银行	6.86	7.66	8.45	6.36	0.93	0.83	0.75	增持
600036.SH	招商银行	17.69	19.87	22.18	25.51	1.44	1.28	1.15	增持
002142.SZ	宁波银行	10.31	12.57	13.86	16.45	1.60	1.31	1.19	增持
601128.SH	常熟银行	4.71	5.30	5.89	6.32	1.34	1.19	1.07	增持
601229.SH	上海银行	16.27	13.87	15.95	11.29	0.69	0.81	0.71	增持

资料来源: wind资讯, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里大街28号中海国际中心