

银行行业

银行资产质量分化的成因解析

行业评级

买入

前次评级

买入

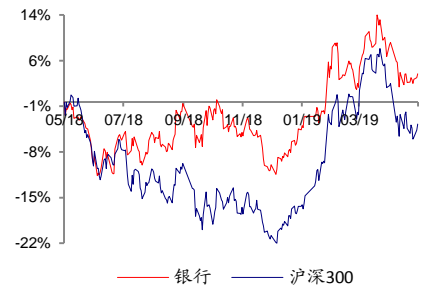
报告日期

2019-05-29

核心观点:

相对市场表现

- **投资效率主导我国 ROIC 变化，领先于银行不良变化约 3-4 个季度**
实体经济的债务变化领先于银行体系的资产变化，ROIC 是决定债务是否可持续的关键因素。金融危机以来，我国投资效率主导了 ROIC 的变化。经济下行期，资源向政策引导的基建等领域聚集，短期内可以达到刺激经济稳增长的效果，但中长期来看大量低效率投资会导致产业链上相关行业产能过剩矛盾突出和区域产业发展同质化严重，进而导致我国 ROIC 下滑，实体经济部门偿债压力上升，3-4 个季度后引发银行体系不良贷款显著增加。本轮银行不良主要集中在以钢铁、煤炭为代表的前期形成过剩产能的上游行业，以及产能过剩行业占比高的中西部和东北地区。18 年至今，关于化解过剩产能和加快重点领域“僵尸企业”出清的政策频出，预计将引发新一轮存量风险的暴露，同时部分新兴行业面临补贴政策退潮后变成新产能过剩行业的可能，或埋下新的风险隐患，银行不良管控仍将面临较大挑战。
- **上市公司隐含不良率在揭示对公业务信用风险方面具有一定先导性**
A 股非金融上市公司 ROIC 与资金成本倒挂期间，A 股非金融上市公司的隐含不良率同步上行，而商业银行不良走势滞后约 3-4 个季度。分地区和分行业来看，基本均呈现出同样的时滞期。同时不良分布跟我国投资结构变化高度相关：(1) 东部发达地区不良暴露早、改善早，中西部地区受益于供给侧改革，不良暴露滞后；(2) 存量不良集中在前期产能过剩和资金敏感型行业，房地产和基础设施行业不良可能被低估。
- **从美国两次信用卡危机爆发轨迹来看，我国信用卡业务风险需警惕**
美国两次信用卡危机爆发轨迹相似，信用卡贷款/GDP 快速上升和小银行信用卡坏账率突增是预警信号。我国目前信用卡业务发展状况与美国信用卡危机爆发早期相似，近几年在个人房贷保持 10% 以上增长的同时，信用卡贷款也在高速增长。虽然我国信用卡不良率总体在 1.0%-1.5% 之间小幅波动，但信用卡债务在快速累积，居民部门债务占可支配收入比在 16 年突破 100% 之后不断上升，说明偿债压力在加大，信用卡业务的风险已在积聚，应当引起警惕。
- **上市银行资产质量分化核心在于资源配置结构**
全国性商业银行目前不良分化主要源自对公业务，未来零售战略分化的影响可能变大。18 年末股份行对公不良平均水平高于国有大行。主因是：(1) 国有大行低不良的基础设施行业贷款占比高；(2) 部分股份行大力发展零售业务，投向对公的信贷资源减少；(3) 国有大行受益于不良剥离和地方债务置换。从不良贷款余额的边际变化来看：基础设施行业和房地产行业不良风险上升。零售方面，国有大行主攻按揭，股份行发力信用卡。18 年末多家银行信用卡不良率抬头，一定程度上说明风险有上升的趋势。区域性商业银行深耕本土，不良表现与区域经济密切相关。各地区 A 股非金融上市公司隐含不良率明显分层，且领先于对应区域上市城农商行不良的变化。
- **银行进入结构和质量取胜阶段，周期洗礼下银行间的差距将逐渐拉大**
我国银行业发展进入以结构和质量取胜的差异化竞争阶段。预计银行之间的差距将逐渐拉大。经营稳健、风控能力强、客户基础具备优势的国有大行和细分板块优质龙头将在周期洗礼中胜出。
- **投资建议与风险提示**
投资建议：经济处于短期增速下行压力仍存和长期结构性矛盾比较突出的阶段，银行息差和资产质量双双承压，决定性变量是资产质量，重中之重是居民端。建议关注经营稳健、风控能力强、客户基础具备优势的国有大行和细分板块优质龙头（招商银行等）。
风险提示：1. 关注房地产行业和地方融资平台的潜在风险；2. 关注居民部门债务快速上升的风险；3. 关注中美贸易格局变化对区域经济的影响。



分析师:

倪军



SAC 执证号: S0260518020004



021-60750604



nijun@gf.com.cn

分析师:

屈俊



SAC 执证号: S0260515030005



SFC CE No. BLZ443



0755-88286915

qujun@gf.com.cn

请注意，倪军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 银行行业:商业银行债券余额、评级及投资者结构—流动性系列报告之七 2019-05-27
- 银行行业:关注税期高峰和监管趋严执行的影响 2019-05-26
- 银行行业:信用扩张或放缓，后续风险暴露压力仍存 2019-05-19

联系人:

万思华 021-6075-0604

wansihua@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
农业银行	601288.SH	CNY	3.72	2019/4/29	买入	4.48	0.60	0.62	6.20	6.00	0.75	0.68	12.52	11.99
招商银行	600036.SH	CNY	34.38	2019/4/30	买入	36.35	3.55	3.98	9.68	8.64	1.51	1.34	16.58	16.43
中信银行	601998.SH	CNY	5.83	2019/3/29	买入	7.15	0.92	0.96	6.34	6.07	0.65	0.60	10.76	10.29
平安银行	000001.SZ	CNY	12.49	2019/4/23	买入	17.06	1.49	1.63	8.37	7.66	0.88	0.79	11.03	10.86
宁波银行	002142.SZ	CNY	23.51	2019/4/26	买入	23.74	2.55	2.98	9.22	7.89	1.58	1.35	18.69	18.54
常熟银行	601128.SH	CNY	7.47	2019/4/26	买入	11.77	0.79	0.93	9.48	8.02	1.13	1.01	13.11	13.33
农业银行	01288.HK	HKD	3.34	2019/4/29	买入	4.34	0.60	0.62	4.90	4.74	0.59	0.54	12.52	11.99
招商银行	03968.HK	HKD	37.60	2019/4/30	持有	37.07	3.55	3.98	9.33	8.32	1.46	1.29	16.58	16.43
中信银行	00998.HK	HKD	4.39	2019/3/29	买入	6.27	0.92	0.96	4.20	4.03	0.43	0.40	10.76	10.29

注：A+H 股上市银行的业绩预测一致，且货币单位均为人民币元；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、宏观层面：投资效率主导 ROIC 变化，且领先于银行体系资产质量变化	6
1.1 实体经济的债务变化领先于银行体系的资产变化，ROIC 是决定债务是否可持续的关键因素	6
1.2 经济下行期，资源向政策引导的领域聚集，产能过剩和需求下降导致 ROIC 下滑、银行不良上升	6
1.3 我国 ROIC 与融资成本之差变化领先银行不良变化约 3-4 个季度.....	9
二、非金融企业部门层面：上市公司隐含不良率在揭示对公业务信用风险方面具有一定先导性	10
2.1A 股非金融上市公司 ROIC 与融资成本之差和隐含不良率走势同步，领先商业银行不良变化约 3-4 个季度.....	11
2.2 分地区来看：东部发达地区不良暴露早、改善早，中西部地区受益于供给侧改革，不良暴露滞后	12
2.3 分行业来看：存量不良集中在前期产能过剩和资金敏感型行业，房地产和基础设施行业不良可能被低估	16
三、居民部门层面：从美国两次信用卡危机爆发轨迹来看，我国信用卡业务风险应当引起警惕	19
3.1 美国两次信用卡危机爆发轨迹相似，信用卡贷款/GDP 快速上升和小银行信用卡坏账率突增是预警信号	19
3.2 我国居民信用卡债务在快速累积，偿债压力上升，风险已在积聚	23
四、上市银行资产质量分化核心在于资源配置结构	25
4.1 全国性商业银行（国有大行+股份行）：目前不良分化主要源自对公业务，未来零售战略分化的影响可能变大.....	25
4.2 区域性商业银行（城农商行）：业务主要布局本土，不良表现与区域经济密切相关	29
4.3 风险抵补能力对比：股份行和城商行相对偏弱.....	34
五、经济的可持续增长是资产质量改善之源，周期洗礼下银行之间的差距将逐渐拉大 ..	35
投资建议与风险提示	35

图表索引

图 1: 国有及国有控股单位投资增速和民间投资增速 (单位: %)	7
图 2: 基础设施投资、制造业投资和房地产开发投资增速 (单位: %)	8
图 3: 我国商业银行制造业贷款余额、基建贷款余额、房地产业贷款余额增速与 M2 增速 (单位: %)	8
图 4: 中国资本回报率(ROIC)、一般贷款加权平均利率、名义 GDP 增速(单位: %)	9
图 5: 商业银行不良贷款率 (单位: %)	9
图 6: 28 家 A 股上市银行合计不良净生成率 (测算) (单位: %)	10
图 7: A 股非金融上市公司 ROIC (TTM) 与一般贷款加权平均利率走势对比	11
图 8: A 股非金融上市公司 ROIC (TTM) 与一般贷款加权平均利率倒挂, 隐含不良率上行	12
图 9: 从趋势上来看, A 股非金融上市公司隐含不良率领先商业银行不良贷款率约 3-4 个季度	12
图 10: 东部地区、中部地区、西部地区 A 股非金融上市公司隐含不良率	13
图 11: 东部地区、中部地区、西部地区 A 股非金融上市公司 ROIC (TTM)	14
图 12: 东部地区、中部地区、西部地区代表性省份 A 股非金融上市公司 ROIC(TTM)	14
图 13: 东部地区、中部地区、西部地区代表性省份 A 股非金融上市公司隐含不良率	15
图 14: 东部地区、中部地区、西部地区商业银行不良贷款率 (单位: %)	15
图 15: 2017 年末商业银行不良贷款率分地区情况 (单位: %)	16
图 16: 2017 年末商业银行不良贷款率分地区同比变化情况 (单位: BP)	16
图 17: 2017 年末商业银行不良贷款率分行业情况 (单位: %)	17
图 18: 2017 年末商业银行贷款主要行业占比与不良贷款占比	18
图 19: 制造业 A 股非金融上市公司隐含不良率与商业银行制造业不良贷款率	18
图 20: 房地产业 A 股非金融上市公司 ROIC (TTM)、隐含不良率与商业银行房地产业不良贷款率	19
图 21: 基础设施行业 A 股非金融上市公司 ROIC (TTM)、隐含不良率与商业银行基础设施行业不良贷款率	19
图 22: 美国名义 GDP 增速与美国失业率 (单位: %)	21
图 23: 美国联邦基金利率 (单位: %)	21
图 24: 美国信用卡发卡数量及增速 (单位: 百万张/%)	22
图 25: 美国人均持有信用卡数量 (单位: 张)	22
图 26: 美国消费循环信贷/GDP 现价及信用卡坏账率 (单位: %)	22
图 27: 美国消费循环信贷/GDP 现价及信用卡坏账率 (单位: %)	23
图 28: 个人住房贷款增速与短期贷款中消费贷款增速对比	24
图 29: 我国信用卡发卡数量及增速 (单位: 亿张)	24
图 30: 我国人均持有信用卡数量 (单位: 张)	24
图 31: 我国信用卡贷占 GDP (现价) 比重、信用卡不良率 (单位: 亿元)	24

图 32: 我国居民部门债务占可支配收入比重	25
图 33: A 股上市国有大行和股份行对公贷款 (不含票据贴现) / 贷款总额	26
图 34: 2018 年末, A 股上市国有大行和股份行对公贷款 (不含票据贴现) 不良率	26
图 35: 2018 年末, A 股上市国有大行和股份行对公不良贷款余额行业分布	27
图 36: 2018 年末, A 股上市国有大行和股份行对公贷款 (不含票据贴现) 行业分布	27
图 37: A 股上市国有大行和股份行信用卡应收账款 2015-2018 年均复合增速以及 2018 年同比增速对比	28
图 38: A 股上市国有大行和股份行零售贷款 / 贷款总额以及个人住房贷款 / 零售贷款对比	29
图 39: A 股上市城农商行对公贷款 (不含票据贴现) / 贷款总额	30
图 40: A 股上市城商行贷款主要区域 A 股非金融上市公司隐含不良率	32
图 41: A 股上市城商行不良净生成率 (测算) 对比	33
图 42: A 股上市农商行贷款主要区域 A 股非金融上市公司隐含不良率	33
图 43: A 股上市农商行不良净生成率 (测算) 对比	34
图 44: 2018 年末, A 股上市银行拨贷比与贷款减值准备余额 / 风险加权资产对比	34
表 1: 2019 年 4 月末存款性公司概览 (单位: 亿元)	6
表 2: 2018 年分行业不良贷款余额变动情况 (单位: 亿元)	28
表 3: A 股上市国有大行和股份行信用卡不良率 (单位: %)	29
表 4: A 股上市城商行 2018 年末贷款主要所在地区 (单位: 百万元)	31
表 5: A 股上市农商行 2018 年末贷款主要所在地区 (单位: 百万元)	32
表 6: 港股和美股可比公司估值情况	35

一、宏观层面：投资效率主导 ROIC 变化，且领先于银行体系资产质量变化

1.1 实体经济的债务变化领先于银行体系的资产变化，ROIC 是决定债务是否可持续的关键因素

我国融资体系以银行信贷的间接融资为主，银行体系的资产负债表和实体经济部门的资产负债表具有较强的联动关系，实体经济部门的债务是银行体系资产端的主要组成部分（表1）。从借贷还款的时间顺序上来看，实体经济部门的债务变化领先于银行体系信用风险变化。

从资金的流向（融资-投资-盈利-偿债）来看，实体经济部门的融资成本和投资回报率决定了盈利情况，进而决定了债务是否能偿还。而融资成本在获得融资时已确定，因此盈利情况的不确定性主要来自投资带来的回报，即资本回报率（ROIC）。

表 1：2019年4月末存款性公司概览（单位：亿元）

项目	金额	占比	项目	金额	占比
国外净资产	259,076	11.3%	货币和准货币（M2）	1,884,670	82.1%
国内信贷	2,037,683	88.7%	货币（M1）	540,615	23.5%
对政府债权（净）	257,746	11.2%	流通中货币	73,966	3.2%
对非金融部门债权	1,523,090	66.3%	单位活期存款	466,649	20.3%
对其他金融部门债权	256,847	11.2%	准货币	1,344,056	58.5%
			单位定期存款	365,305	15.9%
			个人存款	776,276	33.8%
			其他存款	202,474	8.8%
			不纳入广义货币的存款	46,847	2.0%
			债券	265,509	11.6%
			实收资本	55,488	2.4%
			其他（净）	44,244	1.9%

注 1：我国“存款性公司”包括中国人民银行和银行业存款类金融机构。其中银行业存款类金融机构包括银行、信用社和财务公司。

注 2：“不纳入广义货币的存款”指的是非金融机构及住户的“可转让存款”及“其他存款”。

注 3：“其他（净）”为资产与负债的差额，相当于平衡项目。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1.2 经济下行期，资源向政策引导的领域聚集，产能过剩和需求下降导致 ROIC 下滑、银行不良上升

金融危机以来，我国经济增长主要由投资驱动。回顾历史可以发现，在经济下行阶段，政策引导下我国投资结构呈现出两个特征：（1）对比国有及国有控股单位

投资和民间投资的增速，投资结构呈现出“国进民退”的特征（图1）；（2）对比基础设施投资、制造业投资和房地产开发投资的增速，资源配置向基础设施领域倾斜的趋势比较明显（图2）。同期商业银行信贷投放也呈现出同样的特征（图3）。

这种资源向低效率部门聚集的投资结构，短期内可以达到刺激经济稳增长的效果，但中长期来看会导致产业链上相关行业产能过剩矛盾突出和区域产业发展同质化严重。投资结构的恶化导致我国ROIC下滑，与融资成本之差萎缩，实体经济部门偿债压力上升，最终引发银行体系不良贷款的形成。

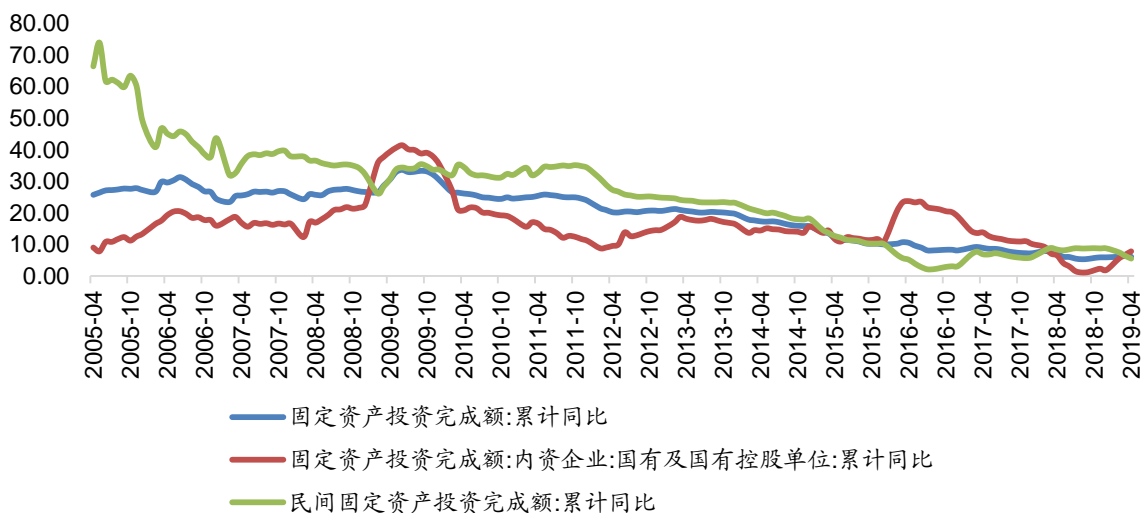
具体来看：2008年之前我国ROIC总体在10%左右，金融危机中断了这一趋势；政策刺激下，基建和房地产投资拉动2010年至2011年ROIC小幅回升；2012年至2015年我国ROIC波动下滑与实体经济部门的融资成本之差不断萎缩，甚至在2013年和2015年出现倒挂，意味着盈利对债务的覆盖能力越来越弱，直至庞氏融资出现（图4）。与之相应的，本轮银行体系不良也主要集中在以钢铁、煤炭为代表的前期形成过剩产能的上游行业，以及产能过剩行业占比高的中西部和东北地区。从上市银行近几年的财报来看，不良贷款余额增加较多的主要是东北地区、环渤海地区、中西部地区，煤炭、钢铁、煤化工等压缩退出类行业、房地产和地方政府融资平台是风险防控的重点领域。

此外，推进实体经济转型升级过程中，产业政策的不当执行也会导致一些行业的产能过剩和债务风险增加。例如，政策鼓励光伏、风电等战略性新兴产业的发展，一时间几乎所有地方政府都将这些行业列为重点发展行业，企业盲目低水平扩张，导致产能利用率过低的行业范围从传统产业扩展到战略性新兴产业，违约风险增加，最终形成坏账。

2018年至今，关于化解过剩产能和加快重点领域“僵尸企业”出清的政策频出，预计将引发新一轮存量风险的暴露，同时部分新兴行业面临补贴政策退潮后变成产能过剩行业的可能，或埋下新的风险隐患，银行不良管控仍将面临较大挑战。

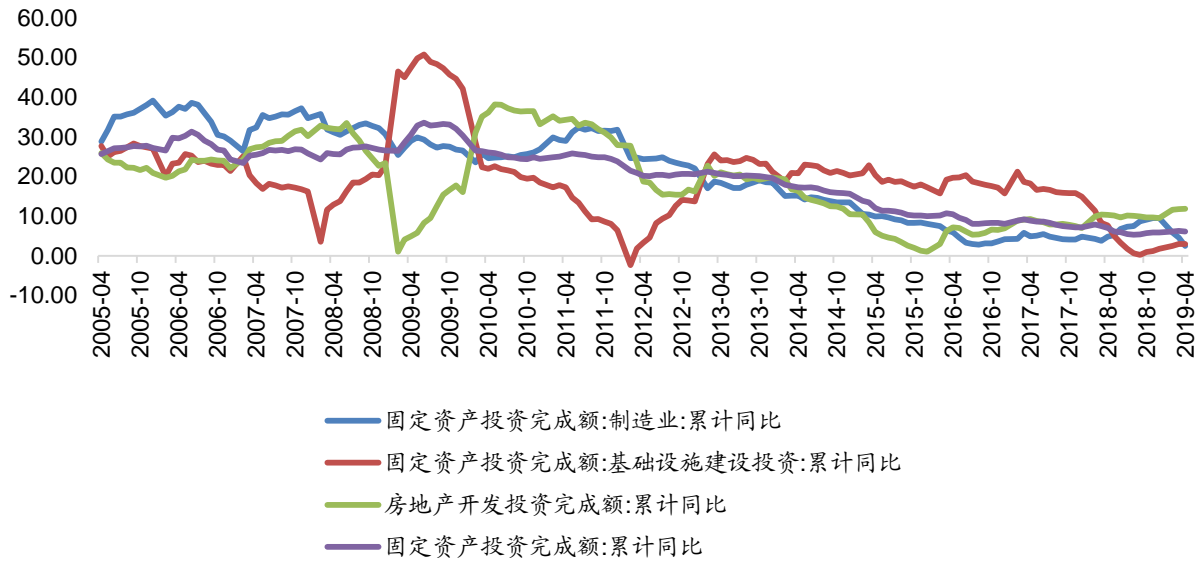
（注：本文用金融机构人民币一般贷款加权平均利率指代实体经济部门的融资成本。）

图 1：国有及国有控股单位投资增速和民间投资增速（单位：%）



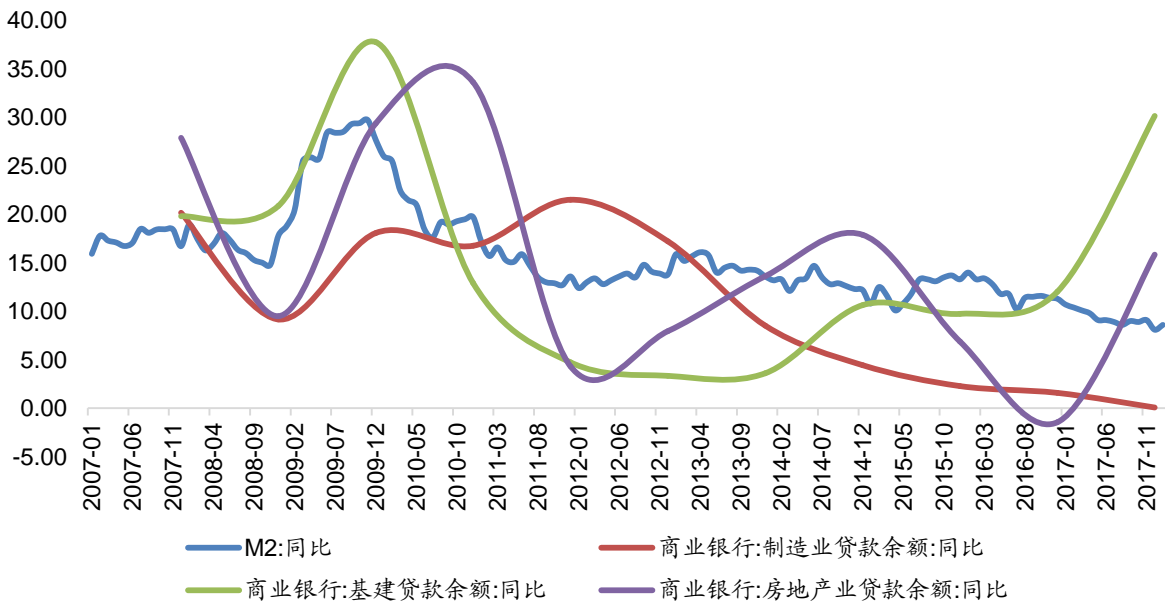
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2: 基础设施投资、制造业投资和房地产开发投资增速 (单位: %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

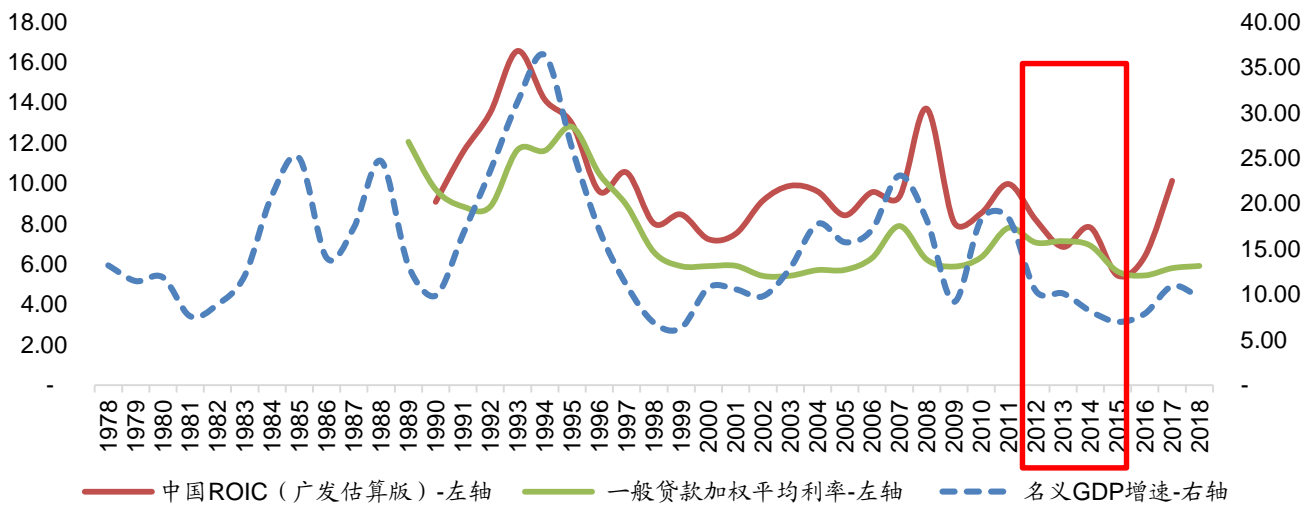
图 3: 我国商业银行制造业贷款余额、基建贷款余额、房地产业贷款余额增速与M2增速 (单位: %)



注: 基础设施贷款余额同比增速是指当月月末按国家统计局标准分类的电力、热力燃气及水的生产和供应业, 交通运输、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业贷款余额之和的同比增速。

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 中国资本回报率 (ROIC)、一般贷款加权平均利率、名义GDP增速 (单位: %)



注: 资本回报率 = 资本收入份额/资本产出份额 + (投资品平减指数 - GDP 平减指数) - 折旧率

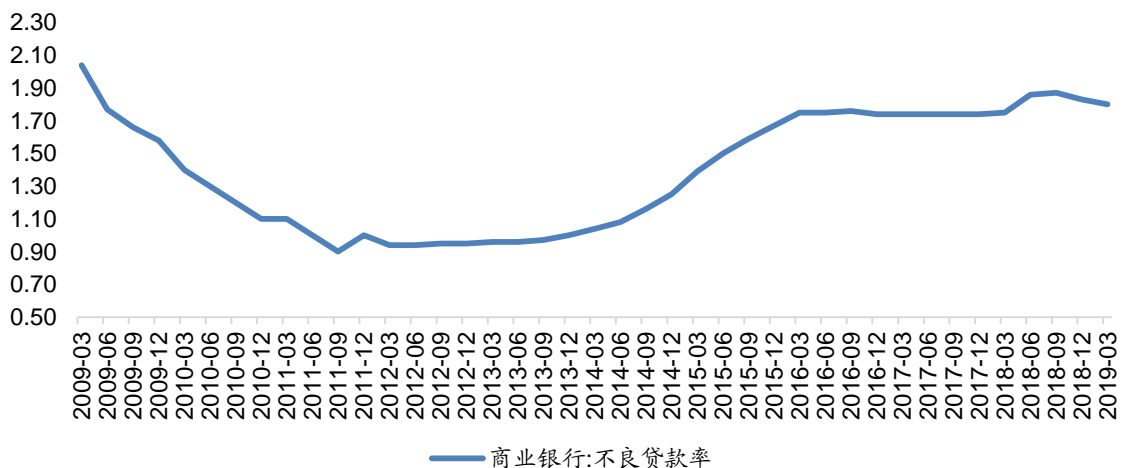
注: 2007 年之前央行未公布一般贷款加权平均利率, 用央行公布的 3 至 5 年(含)中长期贷款利率替代, 下同。

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

1.3 我国 ROIC 与融资成本之差变化领先银行不良变化约 3-4 个季度

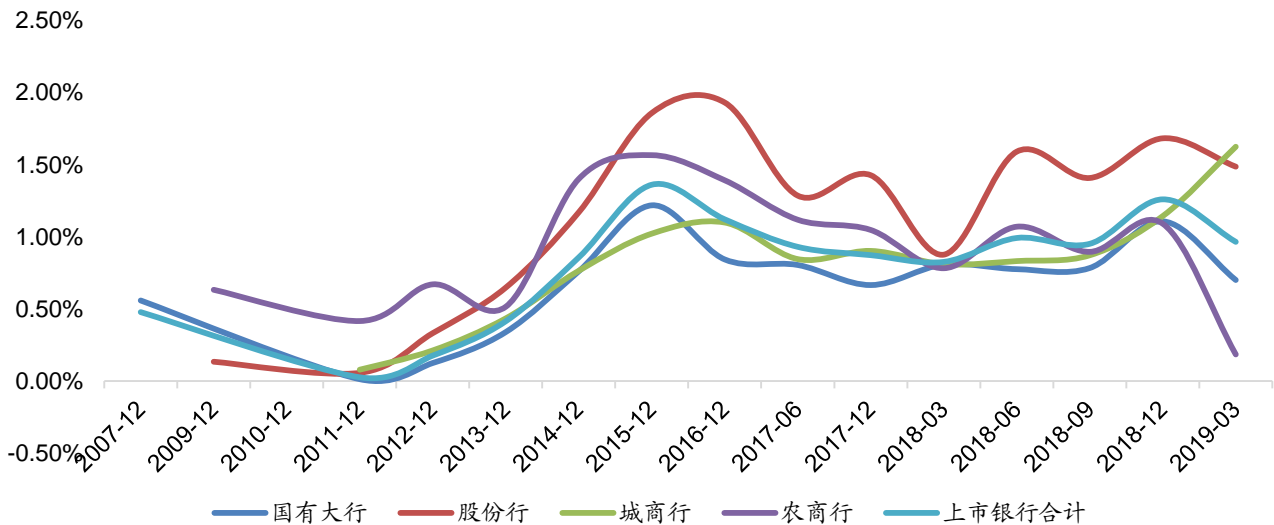
从商业银行不良指标来看, 账面不良贷款率开始明显上行大约是2013年四季度, 滞后我国ROIC与资金成本之差的变化约4个季度; 若是考虑加回核销转出, 据我们测算28家A股上市银行不良净生成率大约从2013年三季度开始明显抬升, 滞后期约3-4个季度。二者在2016年之前都经历了一轮稳步上行的过程, 2016年以来虽然我国ROIC有所回升, 但随着去杠杆持续推进, 部分企业无法满足庞氏融资, 导致信用风险暴露, 银行的不良贷款率和不良净生成率总体都维持在2015年的高位水平。

图 5: 商业银行不良贷款率 (单位: %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 28家A股上市银行合计不良净生成率(测算)(单位: %)



注: 统计口径为 2019 年之前上市的 28 家 A 股上市银行, 包括 5 家国有大行、8 家股份行、10 家城商行和 5 家农商行, 下同。
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

由于我国部分宏观数据披露频率不高且披露时间滞后, 因此中国 ROIC 很难及时跟踪, 而且该指标是一个总量指标, 难以跟踪结构上的偿债压力。为了进一步验证实体经济部门偿债压力与银行体系不良的关系, 我们在后文第二章和第三章将分成非金融企业部门和居民部门两部分进行分析, 并应用于第四章来具体解释导致我国 A 股上市银行资产质量分化的原因。

二、非金融企业部门层面: 上市公司隐含不良率在揭示对公业务信用风险方面具有一定先导性

考虑到数据的可得性和全面性, 我们选取了 A 股非金融上市公司作为样本, 测算其 ROIC (TTM) 和隐含不良贷款率 (隐含不良贷款率 = “EBITDA” 为负或小于 “利息支出” 的样本企业的负债之和 / 全部企业总负债, 以下简称 “隐含不良率”), 分行业和地区分析盈利情况和偿债压力, 并与监管部门披露的商业银行分行业、分区域不良贷款率对比。

需要注意的是: (1) A 股非金融上市公司只是我国企业中表现相对较好的一个子集, 而商业银行的企业客户还涵盖许多非上市企业, 因此二者对照分析可能存在一定的偏差; (2) 因为 EBITDA 无法体现应收账款、库存变化、抵押品价值等情况, 所以隐含不良率指标无法十分准确衡量企业的偿债压力, 因此隐含不良率的波动趋势与银行体系实际信贷质量存在差距。

(注: 隐含不良贷款率最早由高盛公司和 IMF 提出, 并主要运用于亚洲地区。该

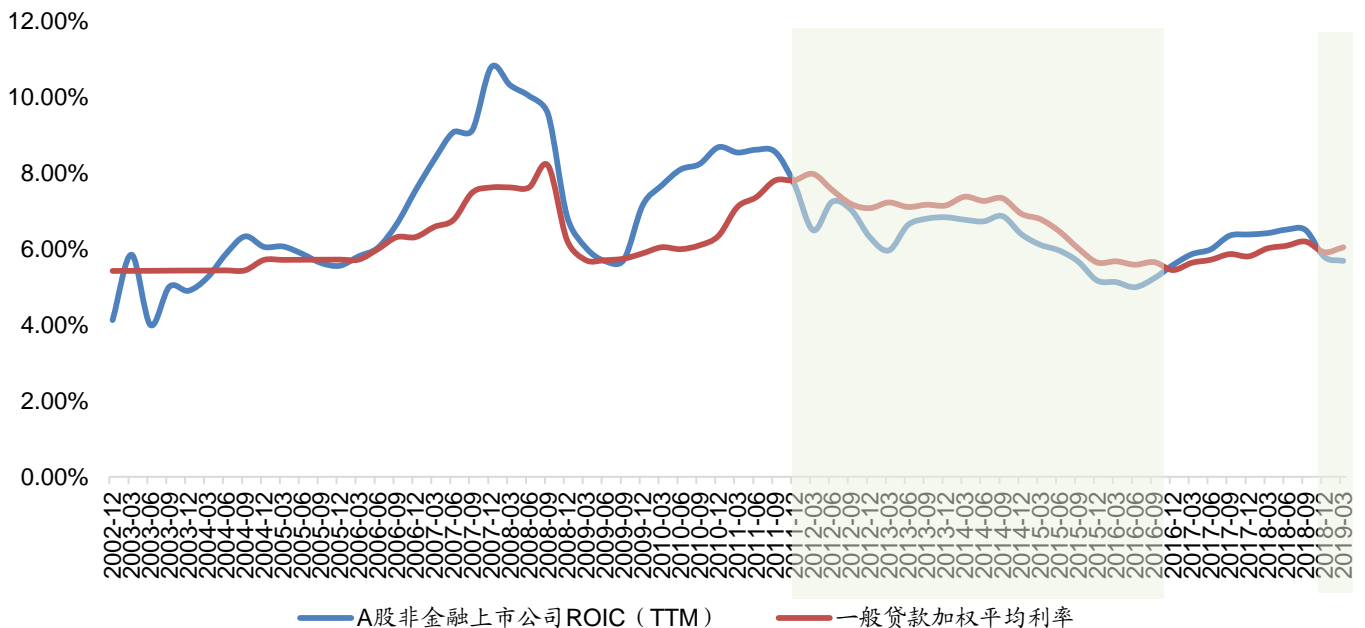
指标是在把利息保障倍数小于1的公司债务视为存在偿还风险的债务的前提下，将其与全部样本企业的总负债相除得出。）

2.1A 股非金融上市公司 ROIC 与融资成本之差和隐含不良率走势同步，领先商业银行不良变化约 3-4 个季度

金融危机以来，有两个阶段A股非金融上市公司ROIC（TTM）与融资成本倒挂：一是2011年四季度至2016年三季度；二是2018年四季度至2019年一季度（图7）。同期A股非金融上市公司的隐含不良率基本同步上行（图8）。与商业银行不良贷款率走势相比，进一步验证了银行在事后确认的不良指标存在滞后性，滞后期约3-4个季度（图9）。

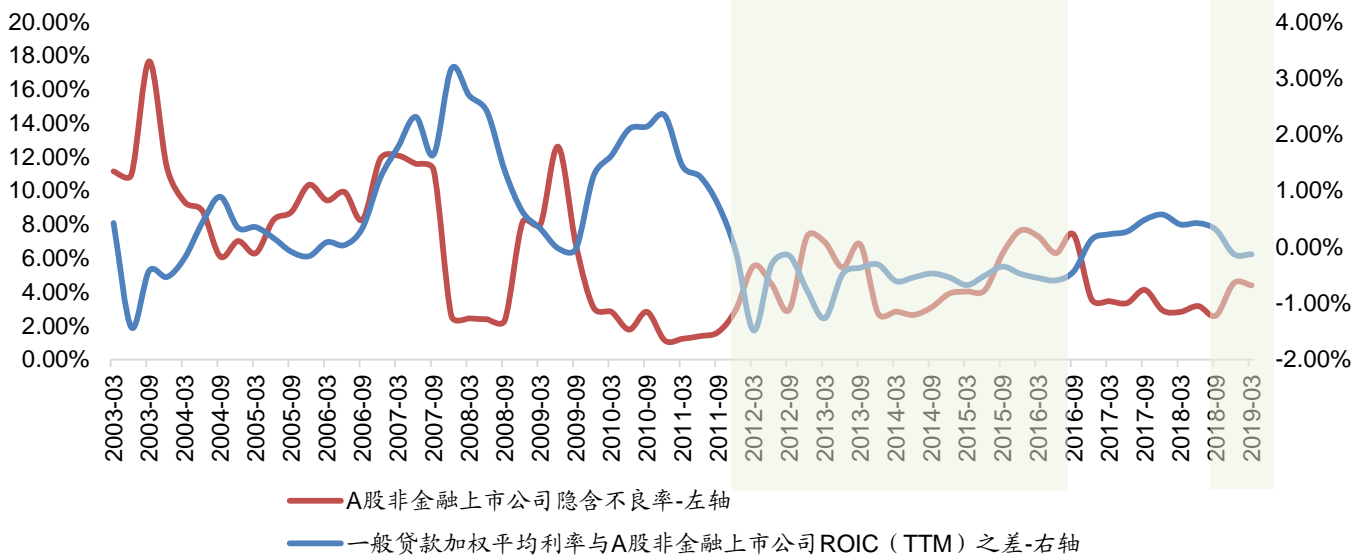
由于分行业和地区的融资成本数据不便于获取，本章剩余部分将主要分析同步指标（A股非金融上市公司的隐含不良率）在预判银行对公业务信用风险走势方面具有一定的先导效果。

图 7：A股非金融上市公司ROIC（TTM）与一般贷款加权平均利率走势对比



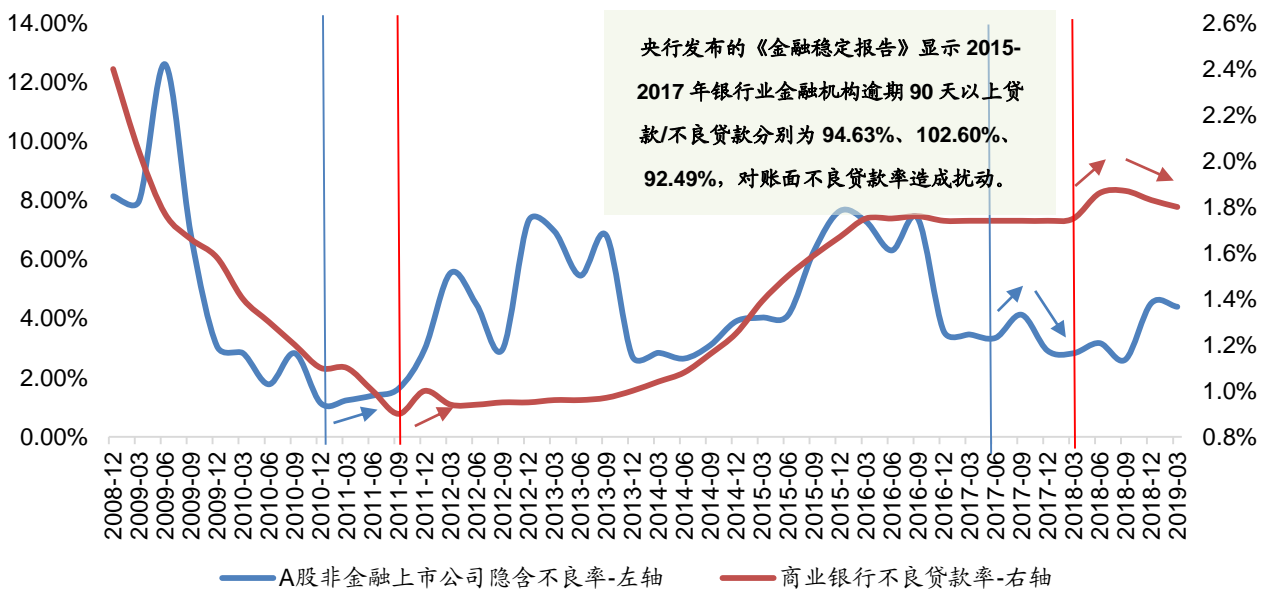
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8: A股非金融上市公司ROIC (TTM) 与一般贷款加权平均利率倒挂, 隐含不良率上行



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 从趋势上来看, A股非金融上市公司隐含不良率领先商业银行不良贷款率约3-4个季度



注: 2008 年之前商业银行进行了多次不良剥离, 导致不良贷款率大幅下降。考虑到可比性, 图中数据节点从 2008 年末开始。

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2.2 分地区来看: 东部发达地区不良暴露早、改善早, 中西部地区受益于供给侧改革, 不良暴露滞后

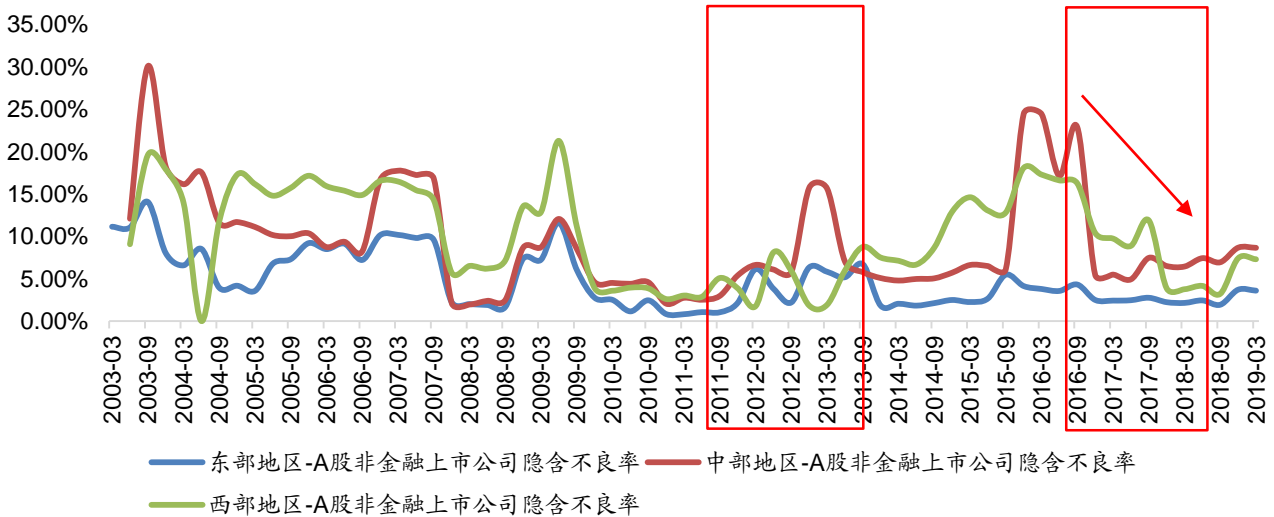
从A股非金融上市公司隐含不良率指标来看, 金融危机以来东部地区偿债压力显现早、改善早, 中西部地区受益于供给侧改革。2011年三季度-2013年三季度, 东部

地区隐含不良率中枢明显抬升，与中西部地区差距缩小，之后东部地区趋于稳定，中西部地区隐含不良率则大幅攀升后在2016年四季度出现下行，与东部地区之间的差距再次趋于收敛（图10）。一是东部地区外向型的经济结构特征导致该地区受金融危机影响大，随着上下游产业结构调整，负面影响逐渐向中西部地区传导；二是由于供给侧改革推进，上游供给侧压缩导致原材料价格上涨，上游行业盈利改善，相关下游行业盈利受到挤压，而东部地区下游产业占比高，ROIC（TTM）相对受损（图11）。

我们选取了不同地区代表性省份的数据进行对比分析：**江浙地区隐含不良率和ROIC（TTM）较为稳定，中西部地区预计是受政策和地域经济影响较大。**2016年四季度以来，中西部地区主要省份ROIC（TTM）拉升幅度明显高于江浙地区。与此同时，当地非金融上市公司隐含不良率大幅下降。其中，贵州省上市公司ROIC（TTM）较高、隐含不良率最低，可能是由于该省上市公司非标类债务占比高，信贷占比低（图12、图13）。

本轮商业银行不良也呈现出同样的特征，不过存在一定滞后性，滞后期约1年（图14）。比如浙江省的不良释放早、处置早。从原银监会披露的数据来看，2012-2013年浙江省不良贷款率位居全国第一，2017年已经退居至第20位。而内蒙古、甘肃、贵州、云南的不良贷款率排名逐渐前移（图15）。2017年，不良贷款率上升省区集中在中西部地区和东北地区（图16）。

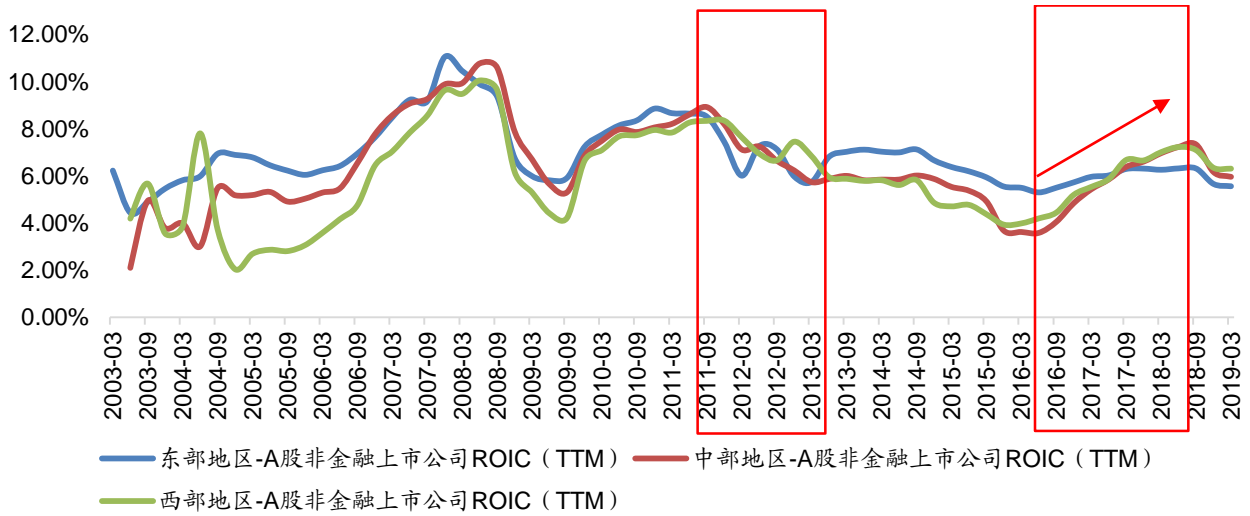
图 10：东部地区、中部地区、西部地区A股非金融上市公司隐含不良率



注：按照 A 股上市公司（剔除金融业）所在省市划分为东部地区、中部地区、西部地区，划分标准与原银监会年报中公布的商业银行不良贷款余额地区划分相同。东部地区包括北京、天津、河北省、辽宁省、上海、江苏省、浙江省、福建省、山东省、广东省和海南省，中部地区包括山西省、吉林省、黑龙江省、安徽省、江西省、河南省、湖北省和湖南省，西部地区包括重庆、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区、陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区、广西壮族自治区和内蒙古自治区。下同。

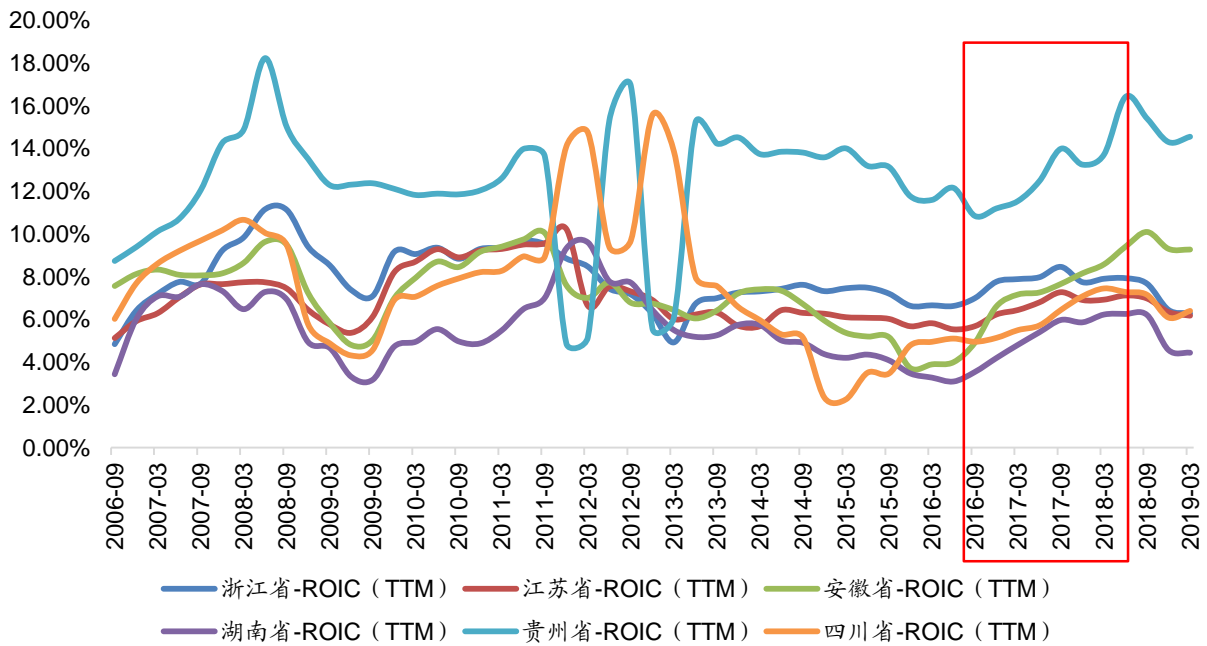
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 11: 东部地区、中部地区、西部地区A股非金融上市公司ROIC (TTM)



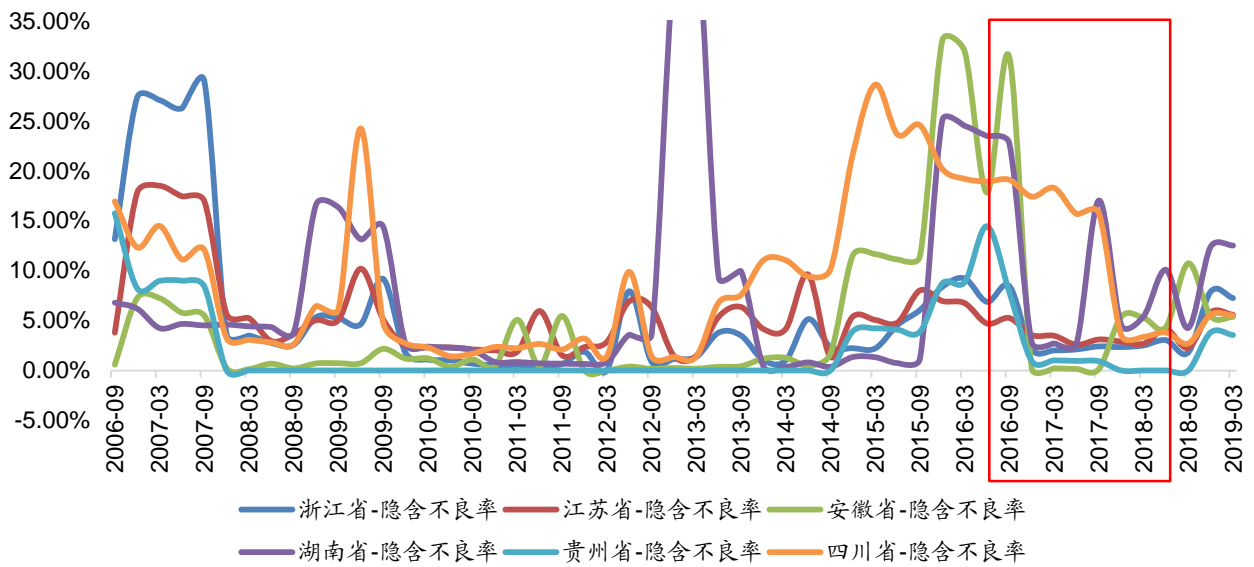
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 东部地区、中部地区、西部地区代表性省份A股非金融上市公司ROIC (TTM)



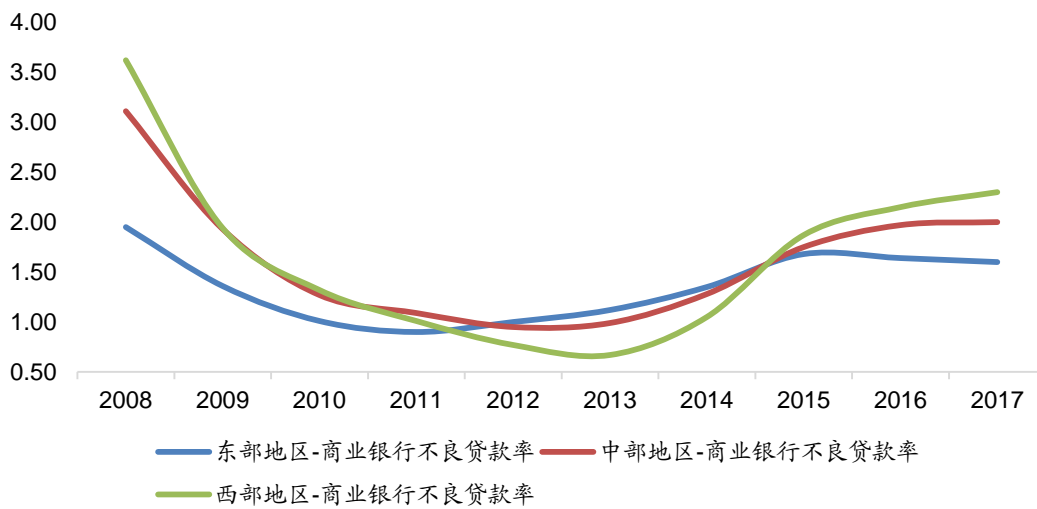
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 东部地区、中部地区、西部地区代表性省份A股非金融上市公司隐含不良率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 东部地区、中部地区、西部地区商业银行不良贷款率 (单位: %)



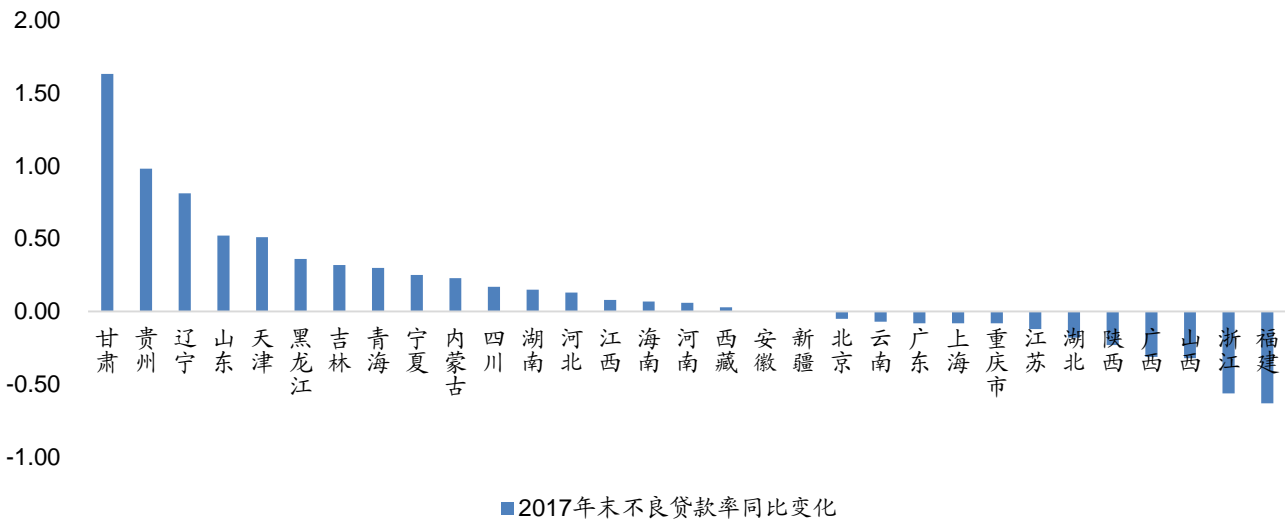
数据来源: Wind, 银监会年报, 广发证券发展研究中心

图 15: 2017年末商业银行不良贷款率分地区情况 (单位: %)



数据来源: Wind, 银监会年报, 广发证券发展研究中心

图 16: 2017年末商业银行不良贷款率分地区同比变化情况 (单位: BP)



数据来源: Wind, 银监会年报, 广发证券发展研究中心

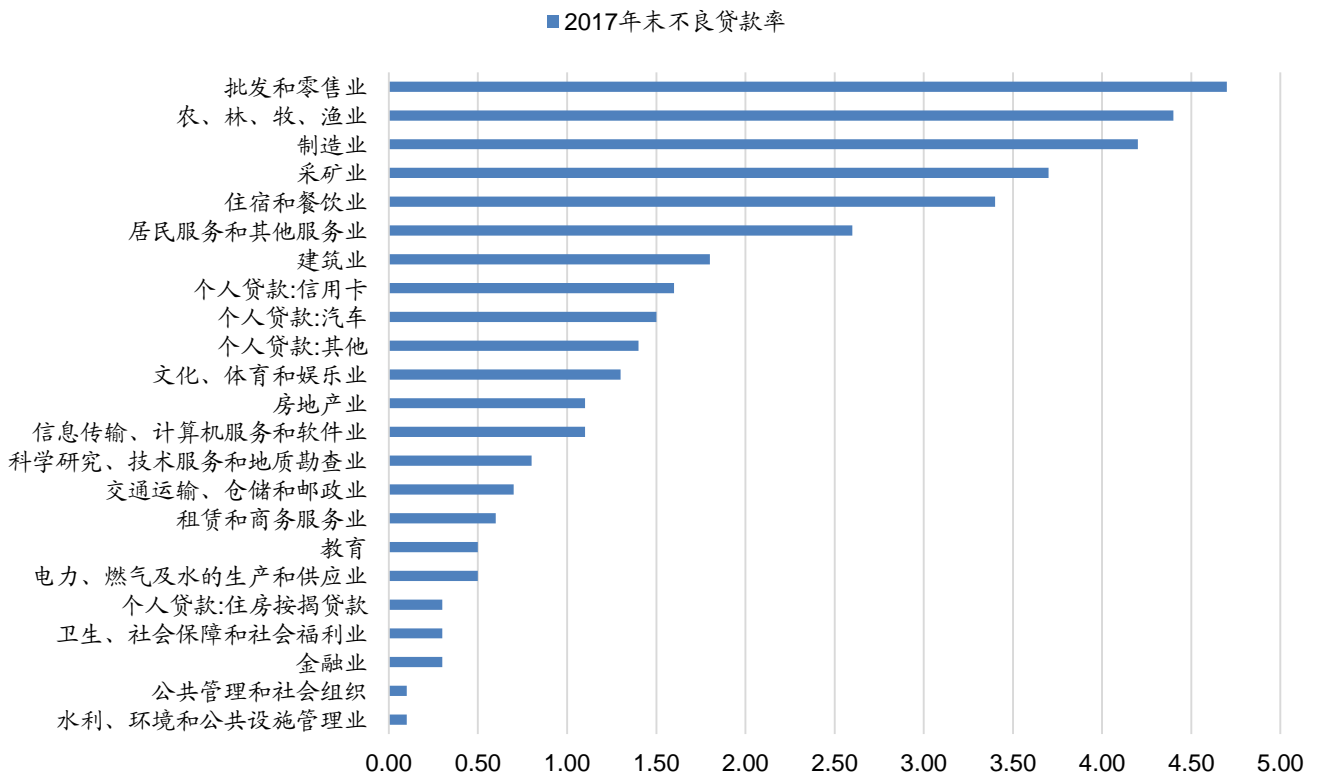
2.3 分行业来看: 存量不良集中在前期产能过剩和资金敏感型行业, 房地产和基础设施行业不良可能被低估

从监管部门披露的数据来看, 截至2017年末, 商业银行账面不良贷款集中在产能过剩比较严重的制造业和对融资环境比较敏感的批发零售业, 房地产业和基础设施行业的不良贷款率低, 可能是由于融资渠道较为多元化。2017年末, 不良贷款率最高的三个行业依次是批发和零售业 (4.70%)、农林牧渔业 (4.40%) 和制造业 (4.20%), 不良贷款余额分别占到全部不良的 27.9%、6.2%和32.3%, 合计达66.4%。在2017年贷款规模最大的十个行业中, 上述三个行业的不良贷款余额占比超出其贷

款占比较多。(图17、图18)

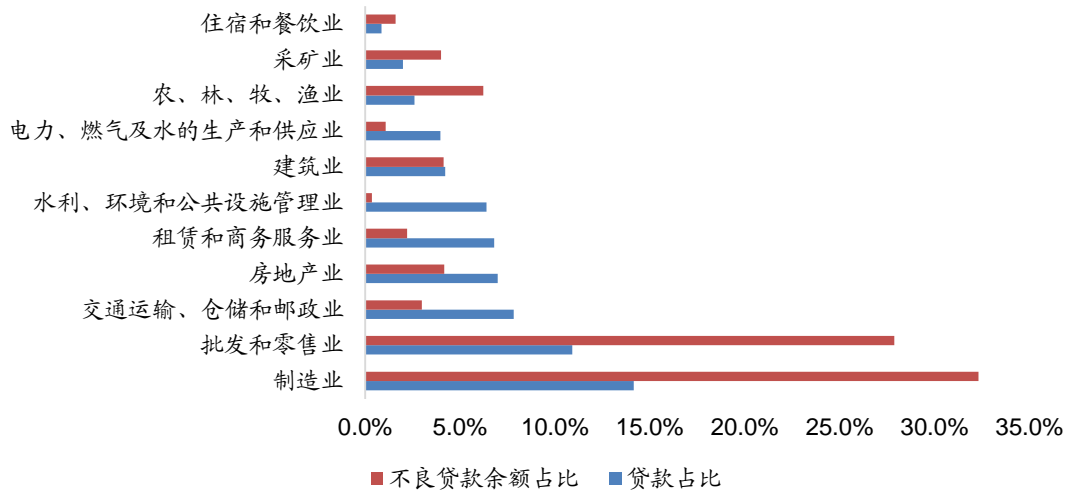
我们挑选了三个代表性行业的数据来看隐含不良率的领先性，制造业和房地产业不良贷款率走势滞后相应行业上市公司隐含不良率约3-4个季度，基础设施行业二者走势相关性不高可能是由于隐性债务。(1)制造业：2012年之后A股制造业上市公司隐含不良率波动上行，商业银行制造业不良贷款率大约从2012年四季度开始不断攀升(图19)。(2)房地产业：从房地产业贷款(占商业银行各项贷款的7.0%)的情况来看，2014年一季度至2016年三季度，A股上市房地产公司隐含不良率波动上行，之后持续走低，商业银行房地产不良贷款率从2014年末开始上行后走稳(图20)。(3)基础设施行业：A股上市公司隐含不良率呈波动状态，但截至2017年末商业银行基础设施行业不良贷款率指标却持续处于低位(图21)。基础设施行业贷款占比高而不良贷款率低，可能与部分地方政府融资平台能从其他非经营渠道获得偿债资金有关。我国经济下行周期中，资源向基础设施领域聚集的趋势比较明显，但考虑到基础设施行业具有一定的公益性质，回报率相对低，长期而言信贷资源流向该行业的模式不可持续，不良贷款率可能被低估。

图 17: 2017年末商业银行不良贷款率分行业情况(单位: %)



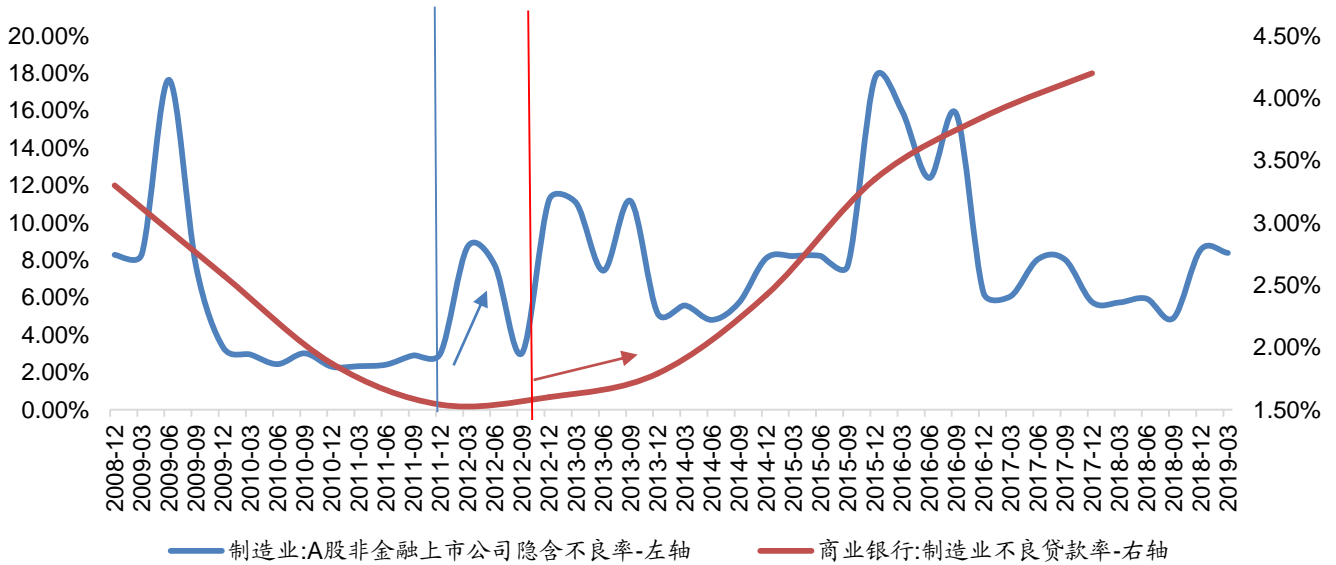
数据来源: Wind, 银监会年报, 广发证券发展研究中心

图 18: 2017年末商业银行贷款主要行业占比与不良贷款占比



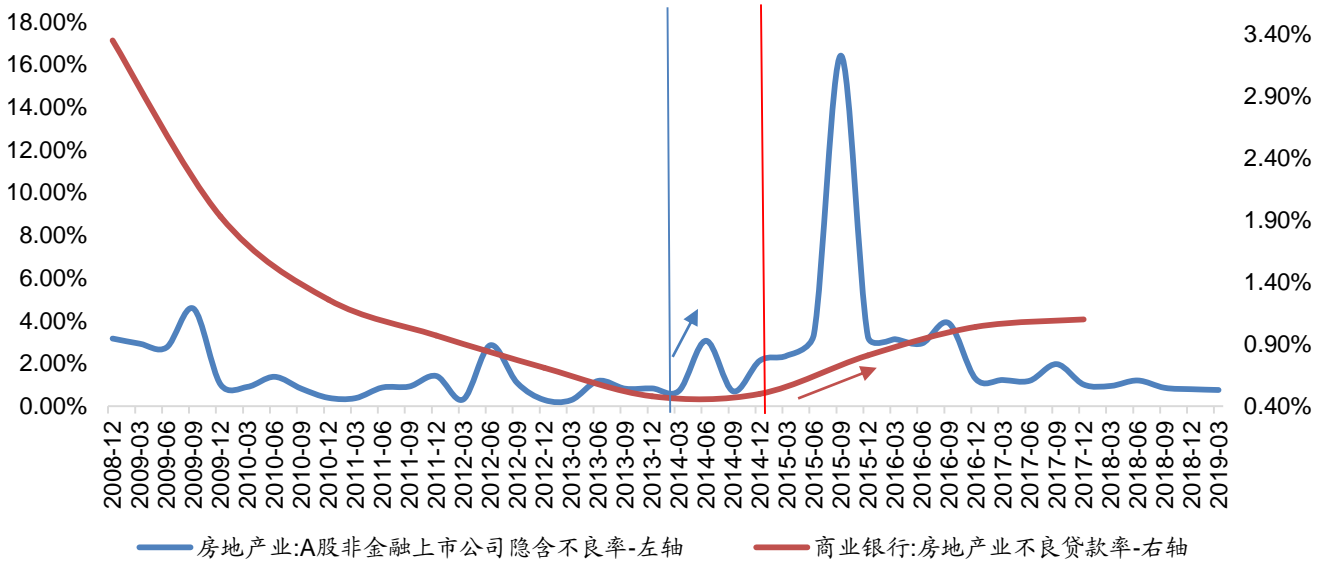
数据来源: Wind, 银监会年报, 广发证券发展研究中心

图 19: 制造业A股非金融上市公司隐含不良率与商业银行制造业不良贷款率



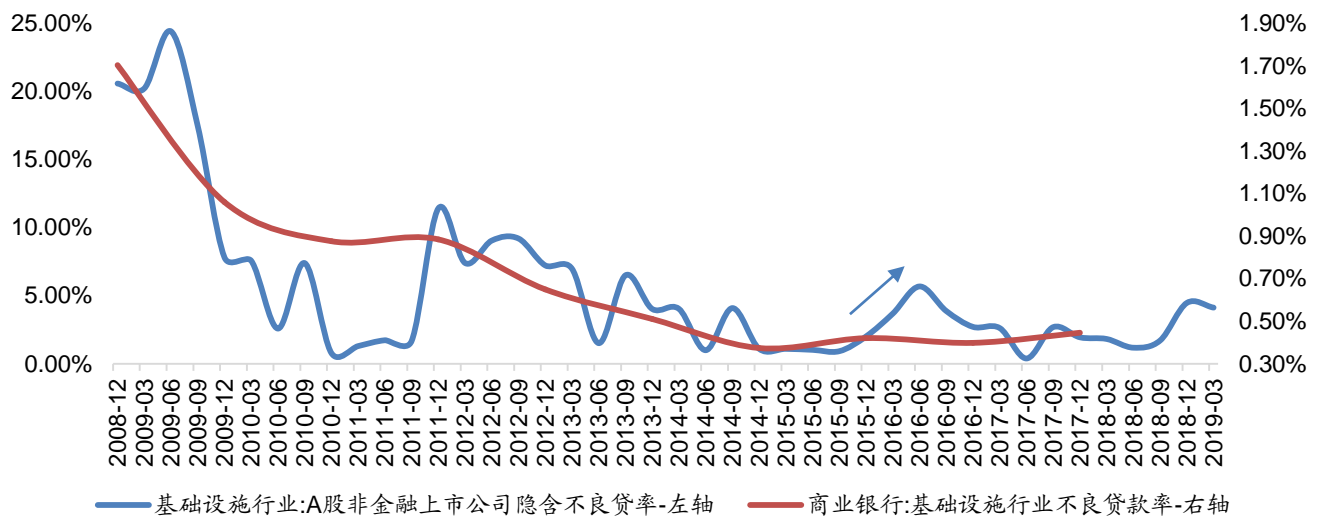
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 房地产业A股非金融上市公司ROIC (TTM)、隐含不良率与商业银行房地产业不良贷款率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 基础设施行业A股非金融上市公司ROIC (TTM)、隐含不良率与商业银行基础设施行业不良贷款率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、居民部门层面: 从美国两次信用卡危机爆发轨迹来看, 我国信用卡业务风险应当引起警惕

3.1 美国两次信用卡危机爆发轨迹相似, 信用卡贷款/GDP 快速上升和小银行信用卡坏账率突增是预警信号

美国两次信用卡危机有着相似的爆发轨迹，回顾其演进过程大致可以分为四个阶段。

第一阶段（危机爆发早期）：低利率环境催生泡沫，经济过热，信用卡业务快速增长，信用卡坏账率低位窄幅波动。（1）宏观环境：为应对亚洲金融危机，1999年开始美国处于相对较低的利率环境，流动性涌入当时处快速发展期的互联网企业，纳斯达克指数一路上扬，于2001年3月达到顶点后快速下跌；2001年互联网泡沫破灭后，经济陷入衰退，“911事件”雪上加霜，美联储采取了宽松的货币政策，催生了后续的房地产市场泡沫；（2）信用卡业务发展情况：在经济繁荣时期，居民收入来源稳定，且征信体系较为完备的情况下居民对个人信用记录十分在意，信用卡违约少，信用卡业务成为最受金融机构青睐的“低风险高回报”业务之一。金融机构都大力发展信用卡业务，这一阶段许多机构为追求客户量而放松发卡标准，信用卡发卡量和信用卡贷款/GDP（现价）同时快速上升，信用卡坏账率总体在较低范围内波动。

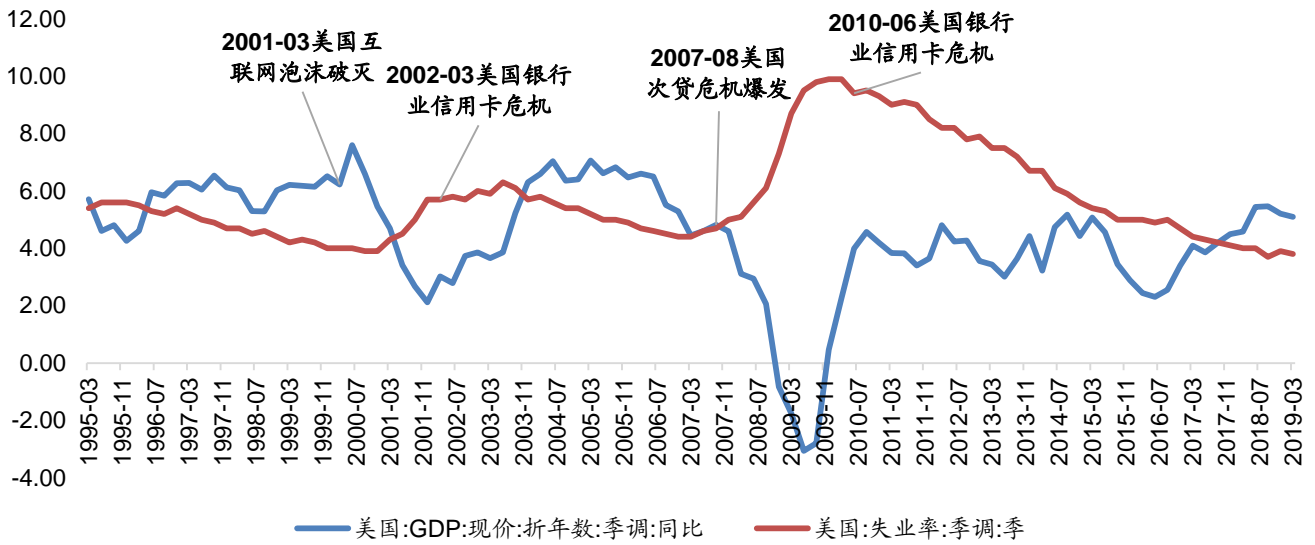
第二阶段（危爆发前夕）：货币政策收紧，泡沫破灭，经济出现衰退，失业率上升，经过过度无序竞争后信用卡贷款/GDP（现价）触顶，小银行信用卡坏账率陡然向上。（1）宏观环境：经济出现过热倾向，核心通胀抬头，货币政策收紧，1999年6月-2000年5月、2004年6月-2006年6月，美联储上调联邦基金利率，2001年互联网泡沫破灭、2007年次贷危机爆发，金融危机蔓延至实体经济，美国经济出现衰退，失业率随之上升；（2）信用卡业务发展情况：金融机构过度无序竞争，信用卡业务经过一段爆发式增长期（一年半至2年）。两次危机前夕，美国人均持有信用卡数量均在4张以上。随着信用卡债务快速上升，信用卡贷款占GDP（现价）比重触顶，2001年6月和2008年3月分别达到6.72%和6.96%。与此同时小银行信用卡坏账率陡然出现明显向上拐点。

第三阶段（危机全面爆发期）：经济衰退，失业潮尾随而至，小银行和大银行信用卡坏账率先后呈现非线性快速上升态势，发卡标准和信用额度收紧。（1）宏观环境：危机后经济出现衰退，失业率攀升，扩张性货币政策和财政政策出台；（2）信用卡业务发展情况：信用卡贷款/GDP（现价）触顶后2-3个季度，小银行信用卡坏账率非线性快速上升达到阶段峰值（2001年12月、2009年12月小银行信用卡坏账率分别为10.00%、8.68%），紧接着大银行信用卡坏账率开始快速上升，1-2个季度达到峰值（2002年3月、2010年6月前100大银行信用卡坏账率分别为7.98%、10.68%）。发卡机构信用卡业务盈利大幅缩水，为避免危机蔓延损失加重，许多发卡机构相继提高信用卡申请标准，收缩信用卡发卡量并降低现有持卡客户的透支额度。

第四阶段（危机爆发后期）：扩张性政策效果显现，经济开始复苏，监管规范信用卡业务，约3-4个季度后银行业信用卡坏账率回落至常态。（1）宏观环境：低利率环境叠加积极的财政政策，经济开始复苏，失业率逐渐下降；（2）信用卡业务发展情况：信用卡业务监管加强，经过约3-4个季度银行业信用卡坏账率恢复至危机前正常水平，其中小银行可能出现反复。

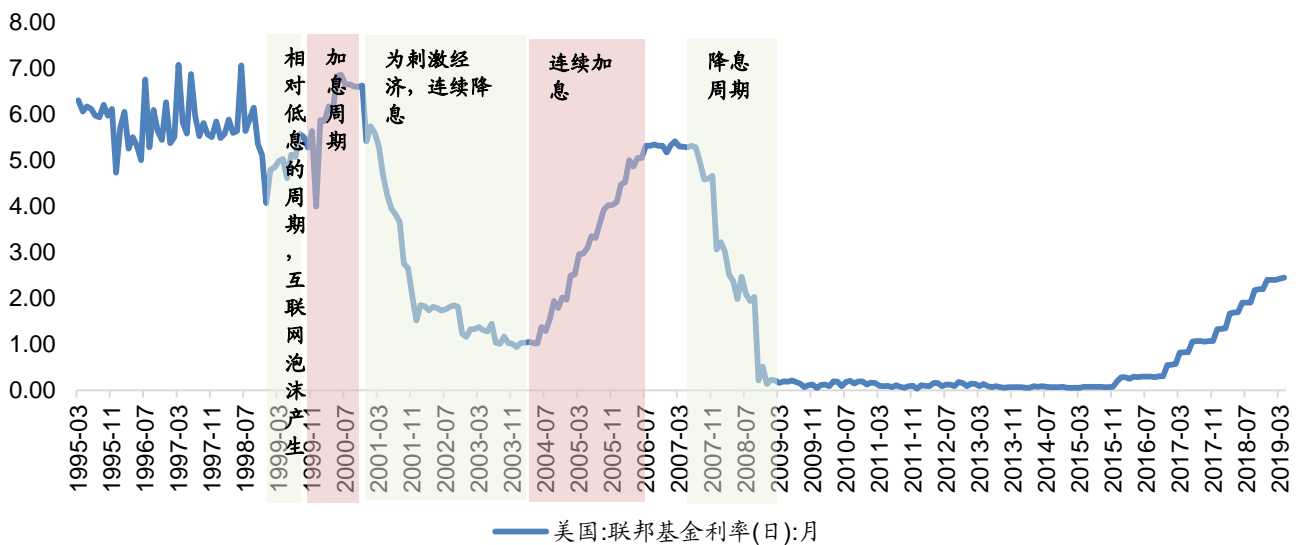
总的来看，美国两次信用卡危机的根本原因是居民的消费需求严重超过居民收入，在经济增速下降叠加失业率上升的背景下，收入下滑和负债率的继续上升，意味着风险的提高。

图 22: 美国名义GDP增速与美国失业率 (单位: %)



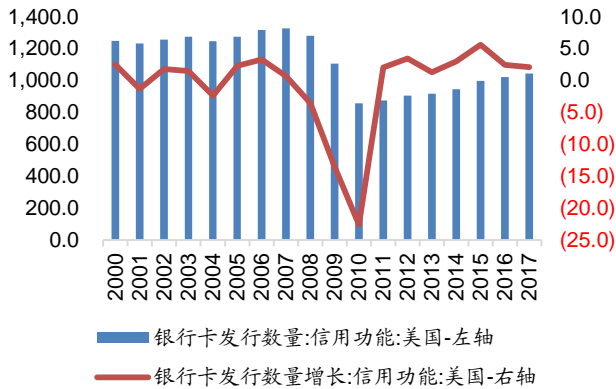
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 美国联邦基金利率 (单位: %)



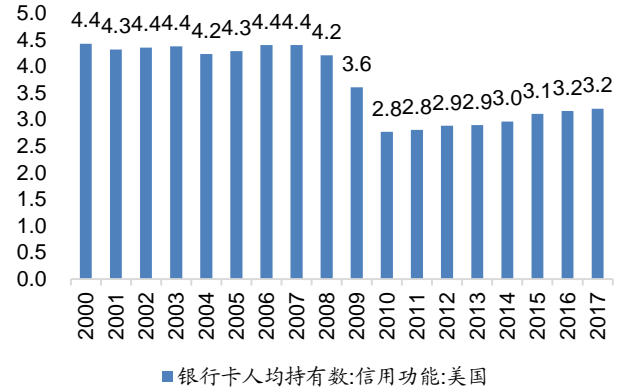
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 美国信用卡发卡数量及增速 (单位: 百万张 /%)



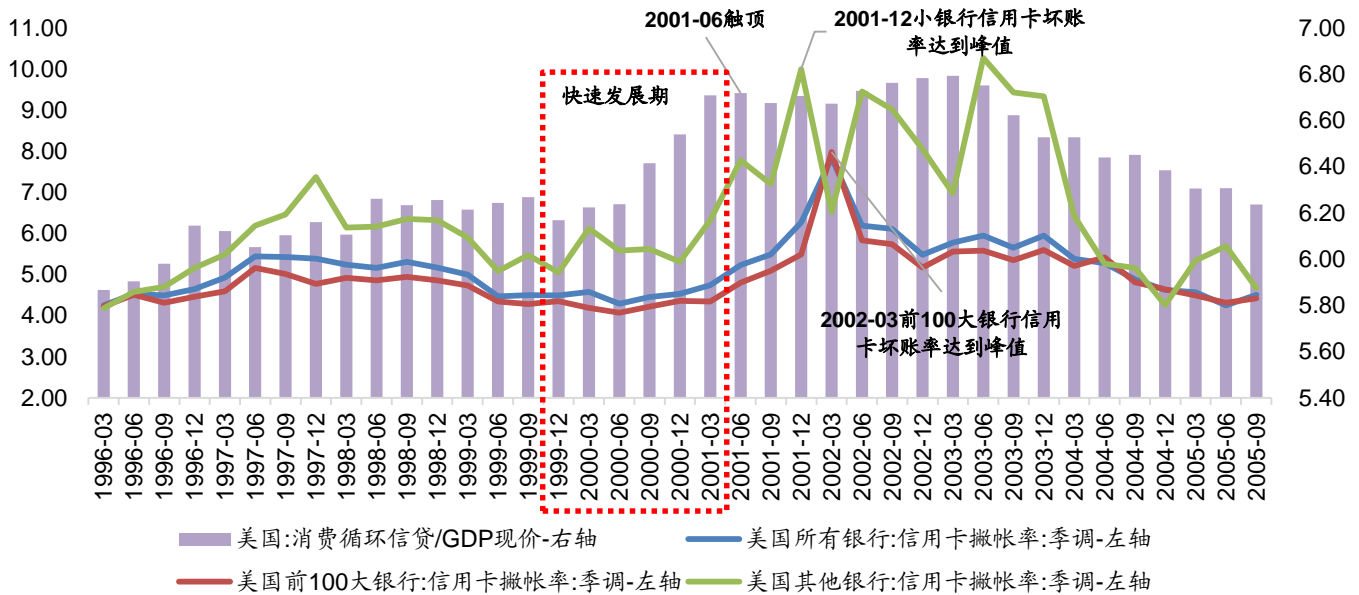
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 美国人均持有信用卡数量 (单位: 张)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

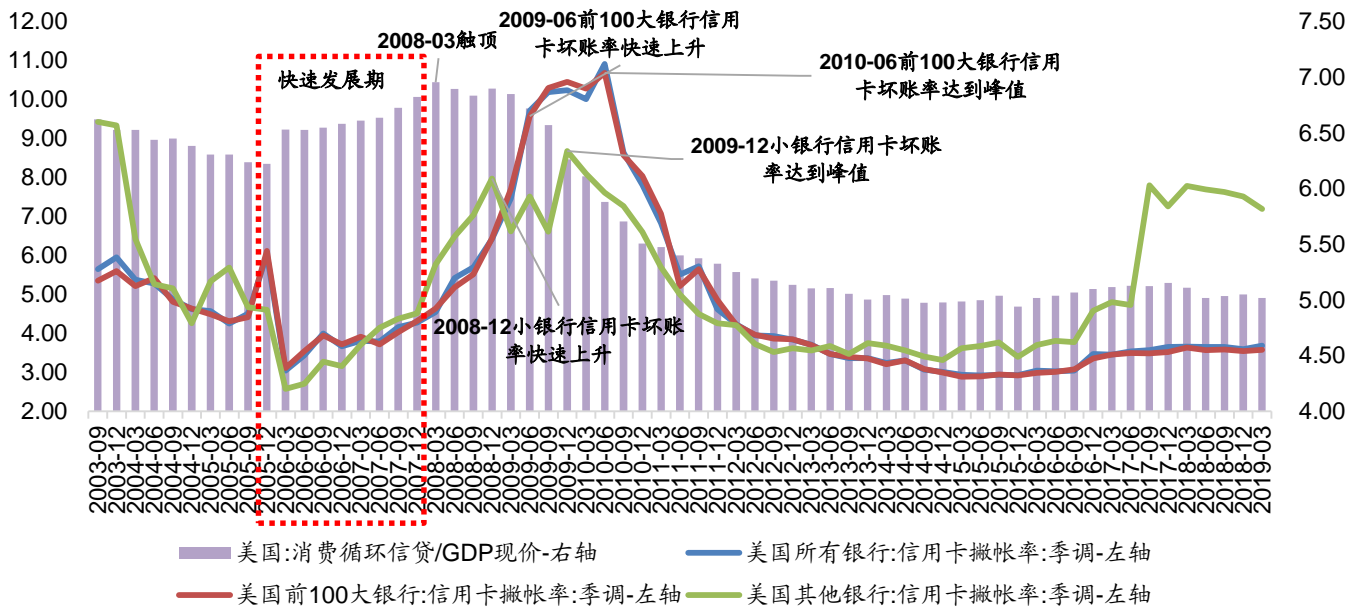
图 26: 美国消费循环信贷/GDP现价及信用卡坏账率 (单位: %)



注: (1) 美国消费循环信贷以信用卡为主; (2) 信用卡撇帐率是指银行一定时期内无法收回的信用卡透支金额与同期信用卡贷款总额的比值, 即信用卡坏账率, 下同。

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 27: 美国消费循环信贷/GDP现价及信用卡坏账率 (单位: %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

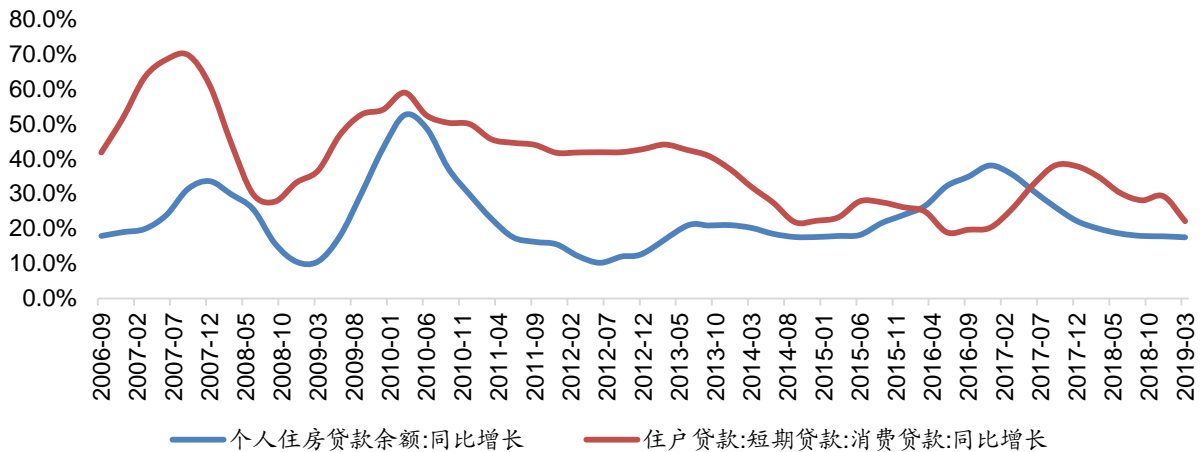
3.2 我国居民信用卡债务在快速累积，偿债压力上升，风险已在积聚

从我国信用卡业务的发展情况来看，过去十多年，在个人住房贷款同比增速在10%以上的背景下，以信用卡贷款为主的居民短期消费贷款总体保持了20%以上的高速增长。在短期消费贷款体量不断扩大的情况下，2017年增速一度反弹至38%左右。一方面可能是有部分消费贷违规流向房市，更重要的原因可能是2016年以来几乎所有上市银行都提出向零售转型，大力发展信用卡业务，2017-2018年我国信用卡累计发卡量同比增速分别为26.5%、16.7%，较过去几年明显提高。

虽然，央行披露的数据显示截至2018年末我国人均信用卡持卡量仅0.49张，远低于美国信用卡危机爆发前夕的数据，但是信用卡期末应偿信贷总额/GDP（现价）已经从2016年末的5.49%上升至2018年末的7.61%。同时居民部门债务占可支配收入比重快速上升，根据国家统计局披露的数据测算，2016年末首次突破100%，截至2018年末已高达121.6%。

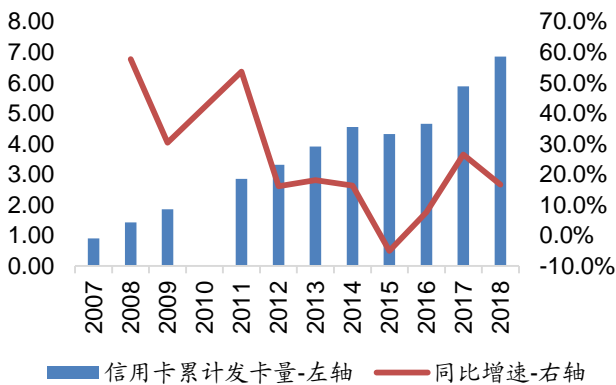
近几年我国信用卡不良率总体在1.0%-1.5%之间小幅波动，不过信用卡债务在快速累积，居民的偿债压力也在上升，一定程度上说明我国信用卡业务的风险已在积聚，应当引起警惕。

图 28: 个人住房贷款增速与短期贷款中消费贷款增速对比



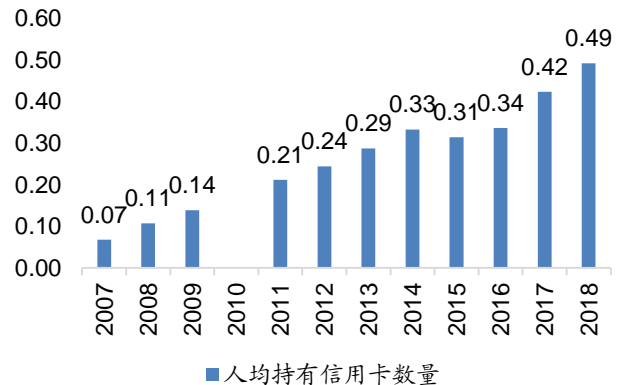
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 我国信用卡发卡数量及增速 (单位: 亿张)



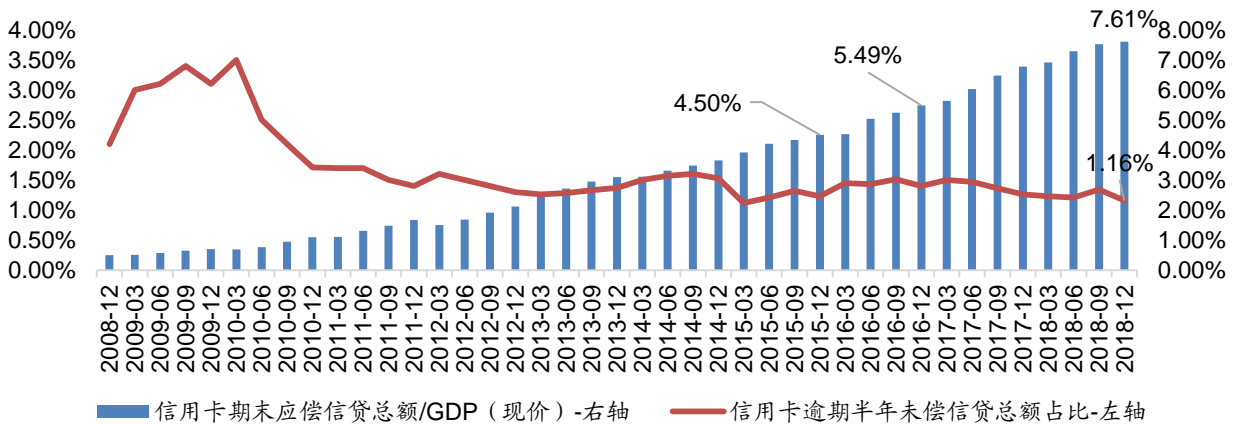
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 30: 我国人均持有信用卡数量 (单位: 张)



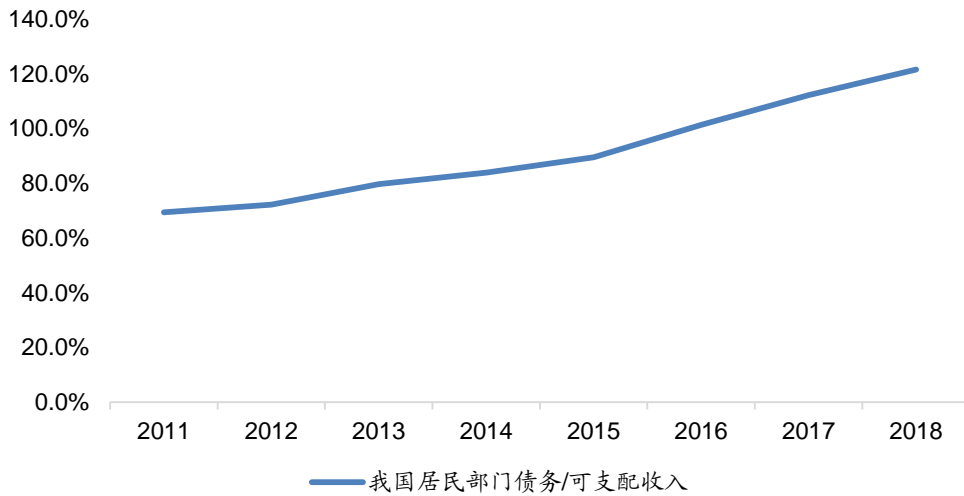
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 31: 我国信用卡贷占GDP (现价) 比重、信用卡不良率 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 32: 我国居民部门债务占可支配收入比重



注: 我国居民部门债务=金融机构:本外币:资金运用:各项贷款:境内贷款:住户贷款, 居民可支配收入=国家统计局披露的城乡一体化住户调查口径全国居民人均可支配收入×国家统计局披露的总人口数。

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、上市银行资产质量分化核心在于资源配置结构

4.1 全国性商业银行(国有大行+股份行): 目前不良分化主要源自对公业务, 未来零售战略分化的影响可能变大

1.对公业务: 国有大行基础设施行业占比高, 且受益于不良剥离和地方债务置换

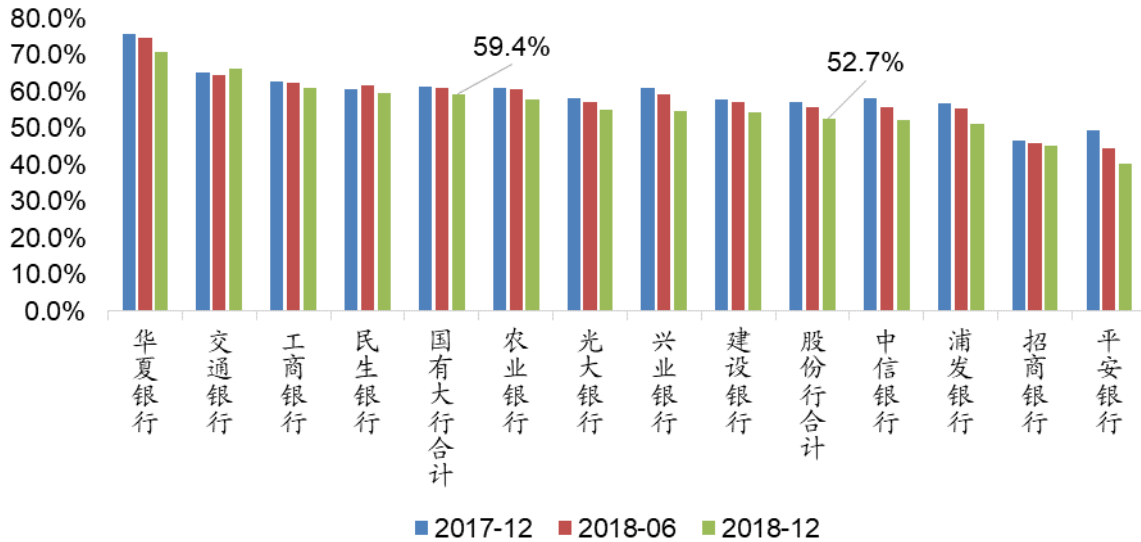
2018年末, A股上市的5家国有大行和8家股份行对公贷款(不含票据贴现)合计占总贷款比重分别59.4%、52.7%, 对公贷款(不含票据贴现)不良率分别为2.08%、2.51%, 从不良贷款余额行业分布来看, 均主要集中在制造业、批发和零售业。

2018年末股份行对公不良平均水平高于国有大行的主要原因是: (1)制造业、批发和零售业、采矿业贷款余额合计占比方面, 股份行(30.0%)高于国有大行(26.5%), 股份行这3个行业的不良贷款合计占比高达75%; (2)基础设施行业贷款余额占比方面, 股份行(20.0%)低于国有大行(35.6%), 国有大行这3个行业的不良贷款余额占比仅10.8%; (3)部分股份行大力发展零售业务, 投向对公的信贷资源减少; (4)不良剥离及地方债务置换减轻了国有大行历史包袱。

从2018年分行业不良贷款余额的边际变化来看: 国有大行基础设施行业贷款、股份行房地产行业贷款的不良余额增幅位居前列, 印证了我们在第二章中的分析。2018年上市的全国性商业银行不良贷款余额增加较多的行业是制造业、基础设施行业以及租赁和商务服务业, 其中国有大行(不含交通银行)增加较多的前五大行业分别是①制造业、②租赁和商务服务业、③交通运输、仓储和邮政业、④电力、热

力、燃气及水生产和供应业、⑤水利、环境和公共设施管理业；股份行（不含华夏银行）增加较多的前五大行业分别是①制造业、②房地产业、③租赁和商务服务业、④交通运输、仓储和邮政业、⑤电力、热力、燃气及水生产和供应业。

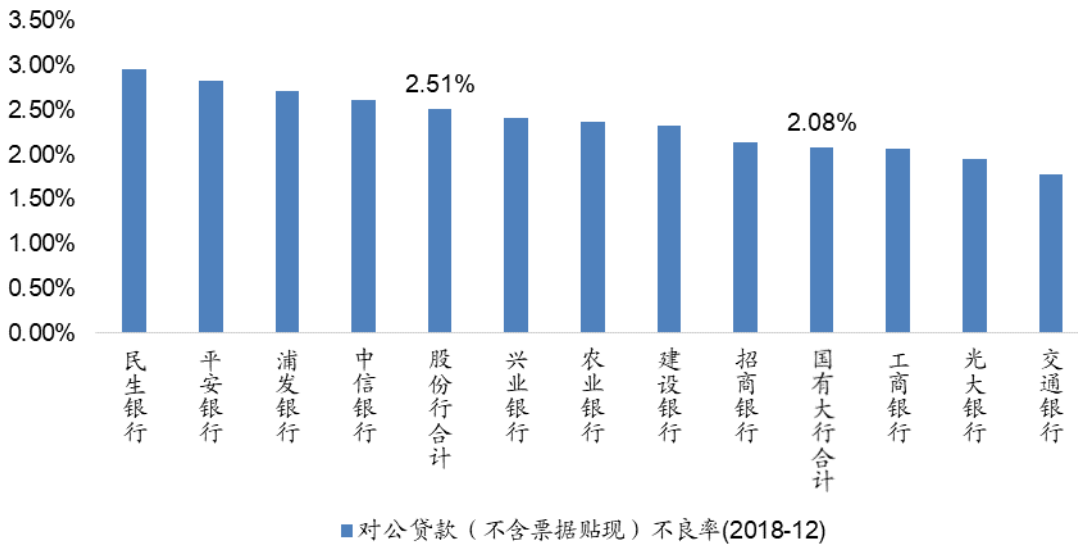
图 33: A股上市国有大行和股份行对公贷款（不含票据贴现）/贷款总额



注：统计口径为 A 股上市的 5 家国有大行和 8 家股份行，下同。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

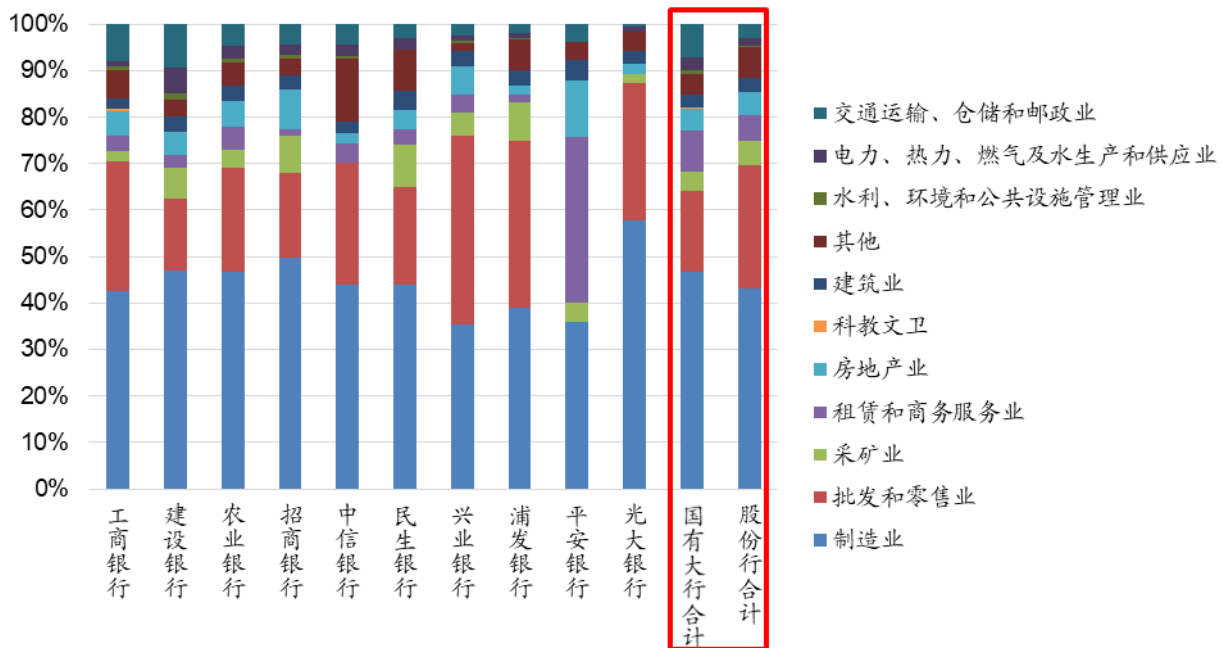
图 34: 2018年末，A股上市国有大行和股份对公贷款（不含票据贴现）不良率



注：华夏银行未披露 2018 年对公贷款（不含票据贴现）的不良贷款余额及不良贷款率，因此本图中未包含华夏银行数据。

数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

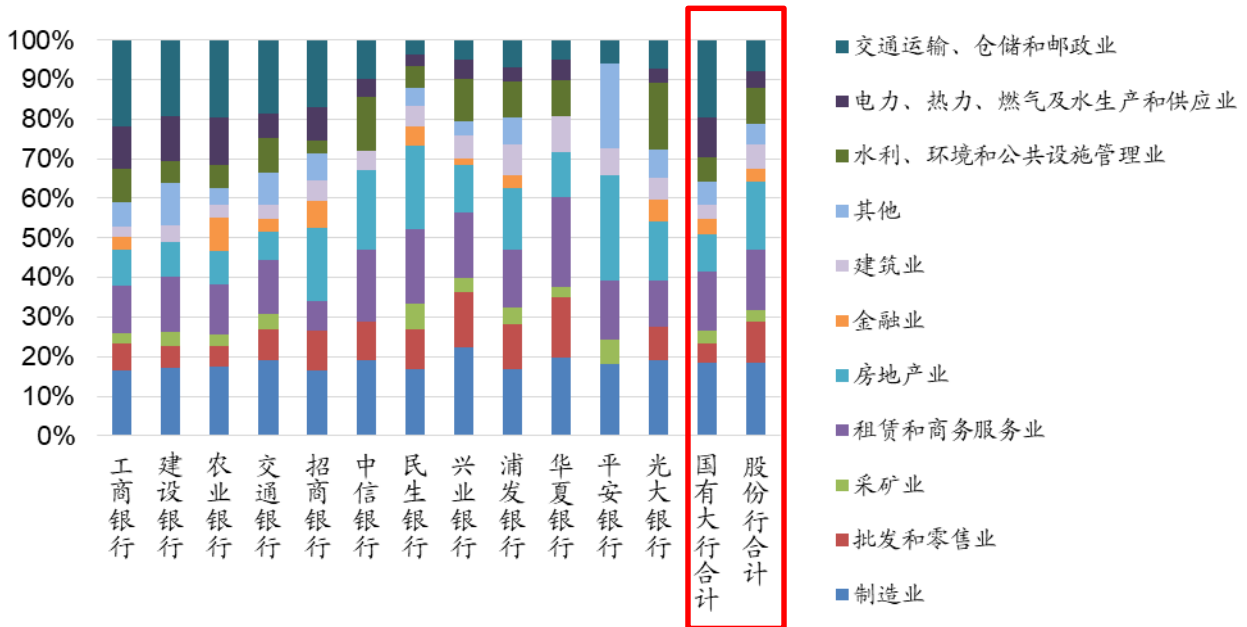
图 35: 2018年末, A股上市国有大行和股份行对公不良贷款余额行业分布



注: 交通银行和华夏银行未披露不良贷款余额行业分布情况。

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 36: 2018年末, A股上市国有大行和股份行对公贷款(不含票据贴现)行业分布



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 2018年分行业不良贷款余额变动情况 (单位: 亿元)

18年不良贷款余额同比变动	交通运输、仓储和邮政业	制造业	租赁和商务服务业	电力、热力、燃气及水生产和供应业	水利、环境和公共设施管理业	房地产业	批发和零售业	建筑业	采矿业	其他	对公不良贷款合计变动
工商银行	54.5	121.9	0.3	7.1	7.4	-38.1	-27.8	8.9	9.7	31.3	175.1
建设银行	22.3	44.2	13.7	48.7	16.1	-7.3	-75.0	-6.4	-3.4	-20.7	32.0
农业银行	23.1	12.6	23.7	3.3	0.3	26.6	-82.4	-7.4	-43.5	25.4	-18.3
招商银行	-5.7	13.1	3.8	-1.0	1.1	0.5	-22.3	-3.7	-16.0	-7.5	-37.6
中信银行	13.2	48.0	6.2	6.3	-1.7	2.3	21.8	-9.1	-	-18.0	69.1
民生银行	-1.3	-0.4	1.0	3.6	-	5.7	-10.8	4.4	3.8	18.2	24.2
兴业银行	1.2	17.2	5.2	2.9	-0.1	13.7	37.4	-2.0	-4.2	1.3	72.8
浦发银行	-0.8	-6.9	-8.1	-0.9	1.4	-4.5	-21.2	1.4	-12.7	2.6	-49.6
平安银行	8.2	26.8	14.2	-	-	15.7	-	-1.0	-12.9	2.6	53.4
光大银行	-1.2	39.8	-	1.4	-	3.0	7.9	-3.0	-5.9	-9.1	32.9
国有大行	89.2	216.8	113.9	60.2	32.8	-31.3	-185.2	-9.4	-43.0	33.2	277.2
股份行	13.7	137.6	22.3	12.3	0.8	36.3	12.8	-13.0	-47.9	-9.8	165.1

注: 交通银行和华夏银行未披露不良贷款余额行业分布情况。

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

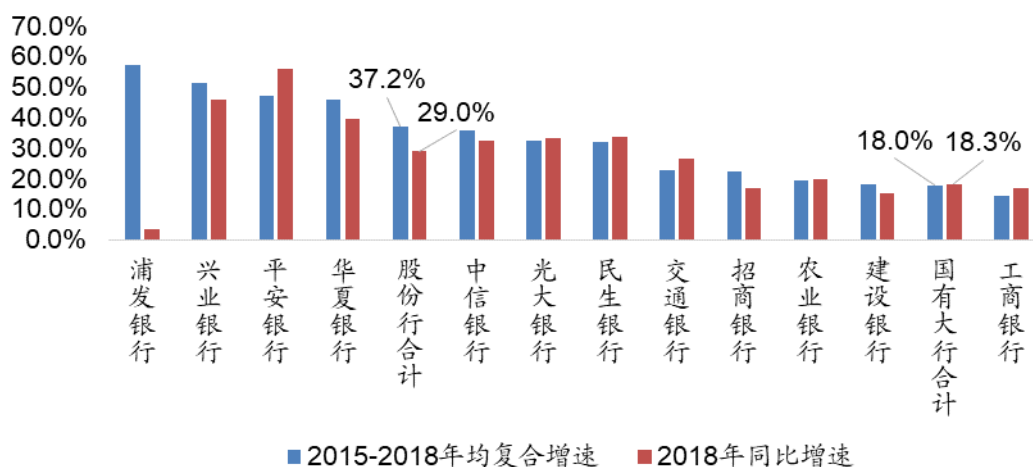
2.零售业务: 股份行发力信用卡, 国有大行主攻按揭

近三年, 股份行普遍加大了零售贷款投放力度, 尤其是信用卡业务。A股上市的8家股份行2015-2018年信用卡应收账款合计年均复合增速达37.2%、2018年同比增速达29.0%, 而同期国有大行分别为18.0%和18.3%, 远低于股份行。

从零售贷款存量占比上来看, 2018年末股份行零售贷款占贷款总额比重43.3%, 高于国有大行的38.7%。从零售贷款结构上来看, 国有大行零售贷款中主要是个人住房贷款, 2018年末占比为78.8%, 而股份行仅39.8%。

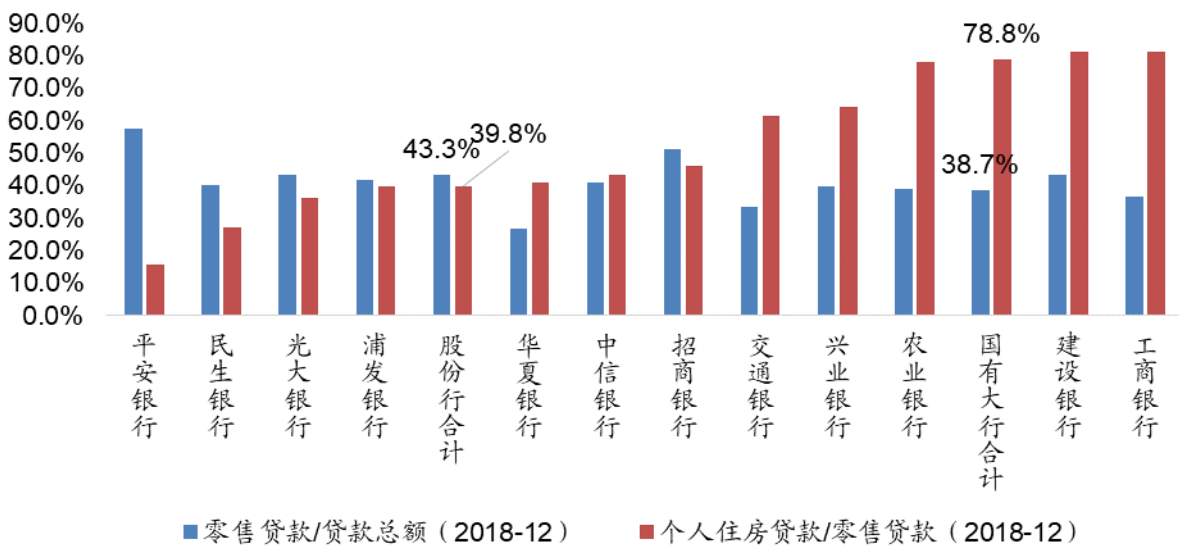
从信用卡业务风险来看, A股上市国有大行和股份行的信用卡不良率总体不高, 但是经过这几年快速发展, 2018年末, 披露数据的10家银行中5家信用卡不良率同比上升(4家为股份行)、1家持平, 一定程度上说明风险有上升的趋势。

图 37: A股上市国有大行和股份行信用卡应收账款2015-2018年均复合增速以及2018年同比增速对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 38: A股上市国有大行和股份行零售贷款/贷款总额以及个人住房贷款/零售贷款对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 3: A股上市国有大行和股份行信用卡不良率 (单位: %)

信用卡不良率	2016-12	2017-06	2017-12	2018-06	2018-12	18年末同比变化
建设银行	0.98	1.17	0.89	1.09	0.98	0.09
农业银行	2.88	3.10	1.99	1.96	1.66	-0.33
交通银行	1.95	1.98	1.84	1.84	1.52	-0.32
招商银行	1.40	1.26	1.11	1.14	1.11	0
中信银行	1.48	1.30	1.24	0.98	1.85	0.61
民生银行	2.50	未披露	2.07	未披露	2.15	0.08
兴业银行	1.44	1.73	1.29	1.27	1.06	-0.23
浦发银行	1.21	1.27	1.32	1.58	1.81	0.49
平安银行	1.43	1.20	1.18	1.19	1.32	0.14

注: 工商银行、华夏银行、光大银行未披露信用卡不良率数据。

数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

4.2 区域性商业银行(城农商行): 业务主要布局本土, 不良表现与区域经济密切相关

从贷款结构上来看, A股上市城农商行多数以对公业务为主, 且对公贷款主要分布在经营所在地区。从区域经济运行效率来看: 除贵州省ROIC (TTM) 明显较高之外, 其余地区差别不大; 但各地区A股非金融上市公司隐含不良率出现明显分层, 且领先于当地上市城农商行不良变化。

(1) A股上市城商行方面: 考虑到不良净生成率的滞后性(约3-4个季度), 我们观察2018年一季度A股非金融上市公司隐含不良贷款率分地区排序: 江苏省 > 南京市 > 浙江省 > 长沙市 > 成都市 > 上海市 > 杭州市 > 北京市 > 宁波市 > 贵州省。

2019年一季度A股上市城商行不良净生成率(测算值)排序:南京银行>北京银行>成都银行>上海银行>长沙银行>杭州银行>江苏银行>宁波银行>贵阳银行。

对比来看,除北京银行、长沙银行和江苏银行外,其余6家上市城商行不良生成情况排序基本与1年前主要经营所在地上市公司隐含不良率一致。

从2018年和2019年一季度分地区A股非金融上市公司隐含不良率来看,南京市>浙江省>杭州市>江苏省>长沙市>成都市>贵州省>北京市>上海市>宁波市。根据前面的推导,预计未来几个季度不良压力最小的可能是宁波银行。

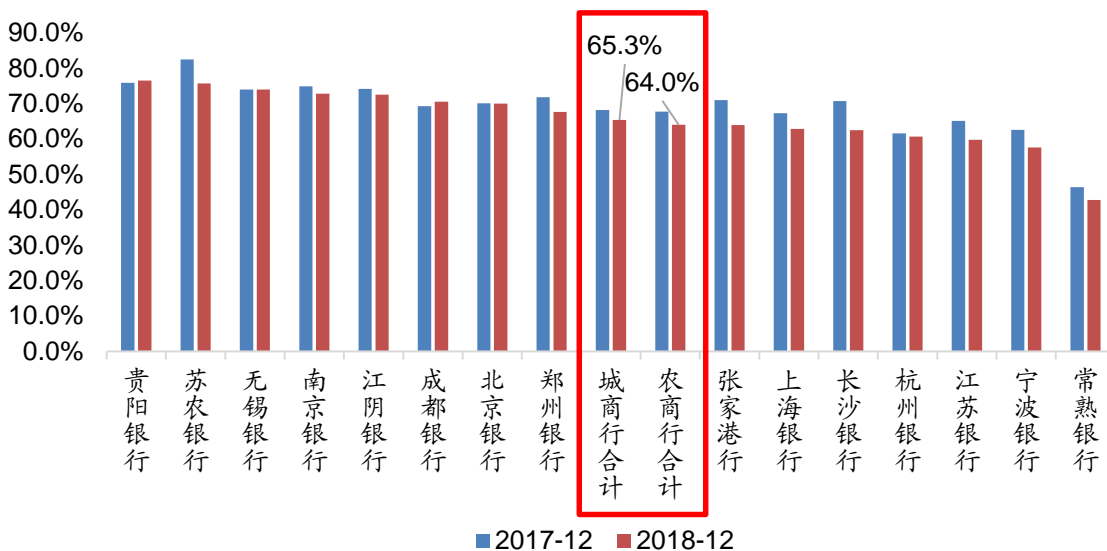
(2) A股上市农商行方面:2017年和2018年一季度分地区A股非金融上市公司隐含不良贷款率分地区排序:江阴市>苏州市>江苏省>无锡市=常熟市。

2018年和2019年一季度A股上市农商行不良净生成率(测算值)排序:江阴银行>苏农银行>张家港行>常熟银行>无锡银行。

对比来看,A股上市农商行不良生成情况排序基本与1年前主要经营所在地上市公司隐含不良率一致。

从2018年和2019年一季度分地区A股非金融上市公司隐含不良率来看,江阴市>常熟市>苏州市>江苏省>无锡市。同时考虑到常熟银行在常熟以外的江苏省内地区贷款占比接近52%,另外零售贷款(其中信用卡贷款不到5%)占贷款总额比重超过50%,可在一定程度上分散风险。预计未来几个季度不良压力较小的可能是无锡银行、常熟银行

图 39: A股上市城农商行对公贷款(不含票据贴现)/贷款总额



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 4: A股上市城商行2018年末贷款主要所在地区(单位:百万元)

证券简称	2018 年末贷款按地区划分占比情况					
	北京地区	上海地区	深圳地区	浙江地区	陕西地区	合计
北京银行	580,968	97,992	91,251	75,858	74,037	920,106
	46.0%	7.8%	7.2%	6.0%	5.9%	72.9%
上海银行	上海地区	长三角地区(除上海地区)	珠三角地区(含香港)	环渤海地区	中西部地区	合计
	423,023	158,915	143,945	97,435	27,378	850,696
	49.7%	18.7%	16.9%	11.5%	3.2%	100.0%
江苏银行	江苏地区	长三角地区(不含江苏地区)	环渤海地区	珠三角地区		合计
	702,295	67,474	62,702	56,737		889,209
	79.0%	7.6%	7.1%	6.4%		100.0%
南京银行	江苏地区	其中:南京地区	上海地区	北京地区	浙江地区	合计
	381,102	139,193	41,902	26,881	30,455	480,340
	79.3%	29.0%	8.7%	5.6%	6.3%	100.0%
宁波银行	浙江省	其中:宁波市	上海市	江苏省	广东省	合计
	258,852	173,326	29,933	100,840	19,607	409,232
	60.3%	40.4%	7.0%	23.5%	4.6%	95.4%
杭州银行	浙江省	其中:杭州市	北京地区	上海地区	深圳地区	合计
	244,016	165,489	29,028	23,554	17,701	314,298
	69.6%	47.2%	8.3%	6.7%	5.1%	89.7%
贵阳银行	贵州省	其中:贵阳市	四川省			合计
	157,552	72,551	12,753			170,305
	92.5%	42.6%	7.5%			100.0%
成都银行	成都	西安	重庆	其他地区		合计
	141,593	13,642	9,966	20,630		185,830
	76.2%	7.3%	5.4%	11.1%		100.0%
长沙银行	湖南省内	其中:长沙市内	湖南省外	其中:广东省		合计
	198,929	126,908	5,474	5,474		204,403
	97.3%	62.1%	2.7%	2.7%		100.0%

注: 郑州银行为披露贷款地区分布情况。

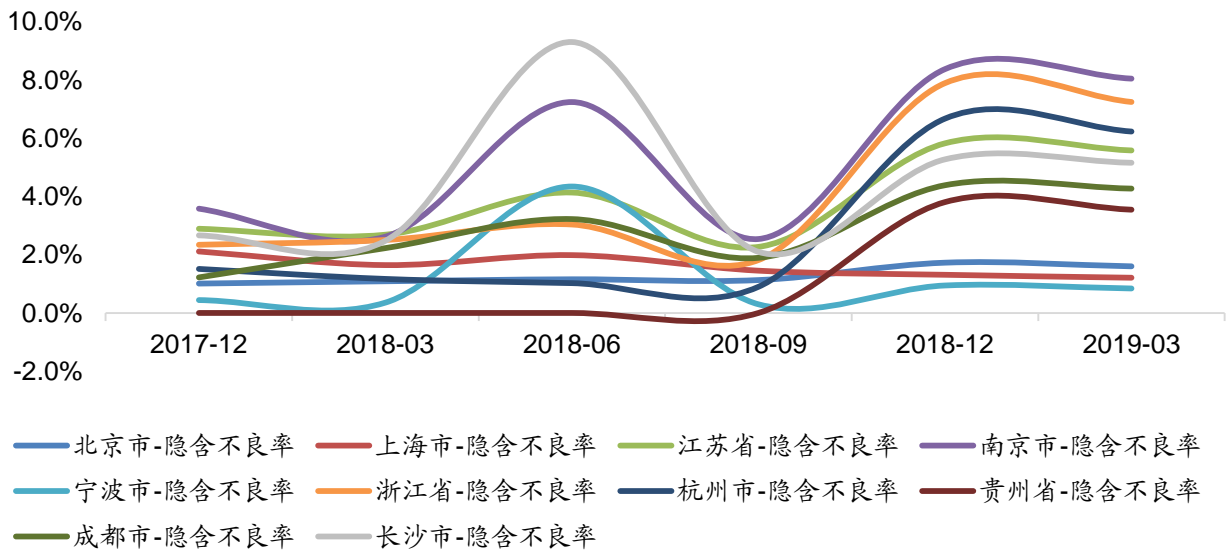
数据来源: 上市银行 2018 年年报, Wind, 广发证券发展研究中心

表 5: A股上市农商行2018年末贷款主要所在地区(单位:百万元)

证券简称	2018年末贷款按地区划分占比情况					合计
	常熟地区	除常熟以外的江苏省内地区	江苏省外地区			
常熟银行	常熟地区	除常熟以外的江苏省内地区	江苏省外地区			合计
	44,888	38,024	9,883			92,795
	48.4%	41.0%	10.7%			100.0%
无锡银行	无锡地区	江苏省内其他地区				合计
	62,144	13,198				75,342
	82.5%	17.5%				100.0%
江阴银行	江苏省	其中: 江阴市	安徽省	四川省	贵州省	合计
	59,522	48,628	1,465	758	516	62,261
	94.5%	77.2%	2.3%	1.2%	0.8%	98.8%
张家港行	江苏地区	其中: 张家港地区	其中: 江苏其他地区	其他地区		合计
	57,744	35,815	21,928	2,416		60,160
	96.0%	59.5%	36.4%	4.0%		100.0%
苏农银行	吴江地区	其他地区				合计
	42,929	16,462				59,391
	72.3%	27.7%				100.0%

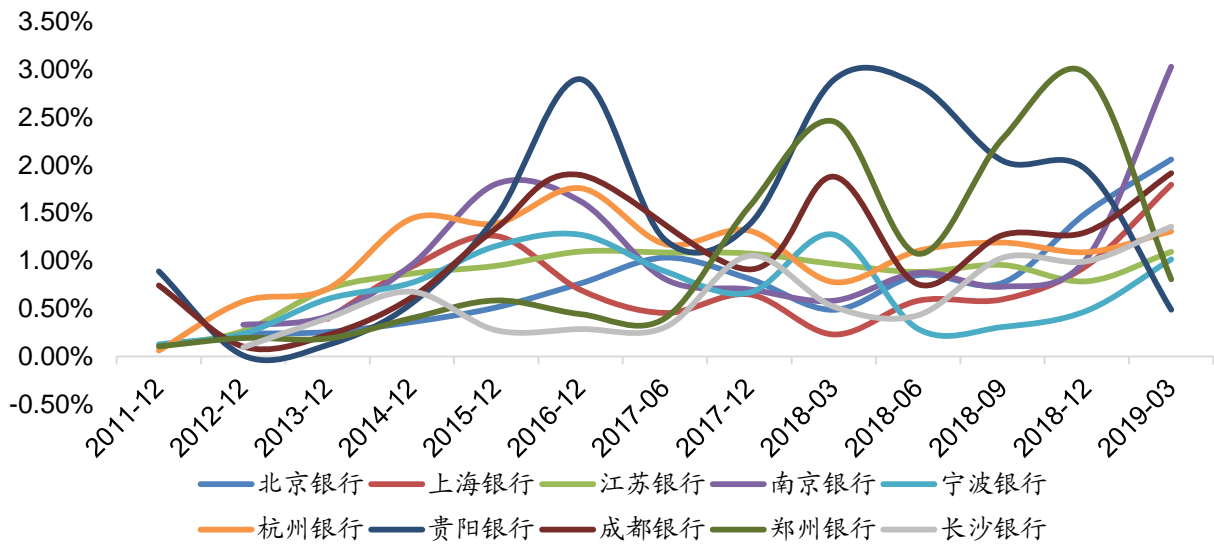
数据来源: 上市银行 2018 年年报, Wind, 广发证券发展研究中心

图 40: A股上市城商行贷款主要区域A股非金融上市公司隐含不良率



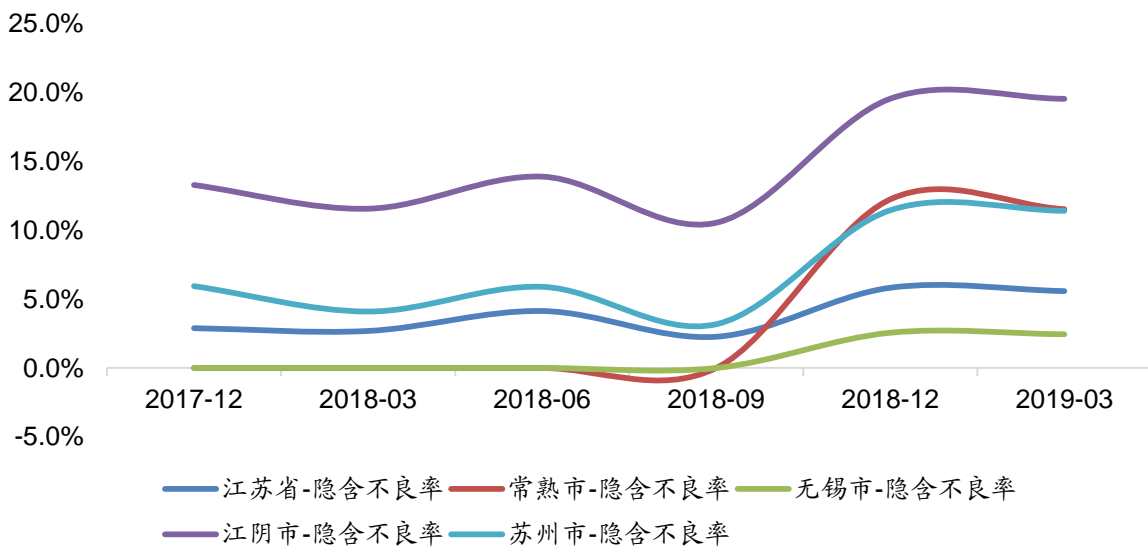
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 41: A股上市城商行不良净生成率(测算)对比



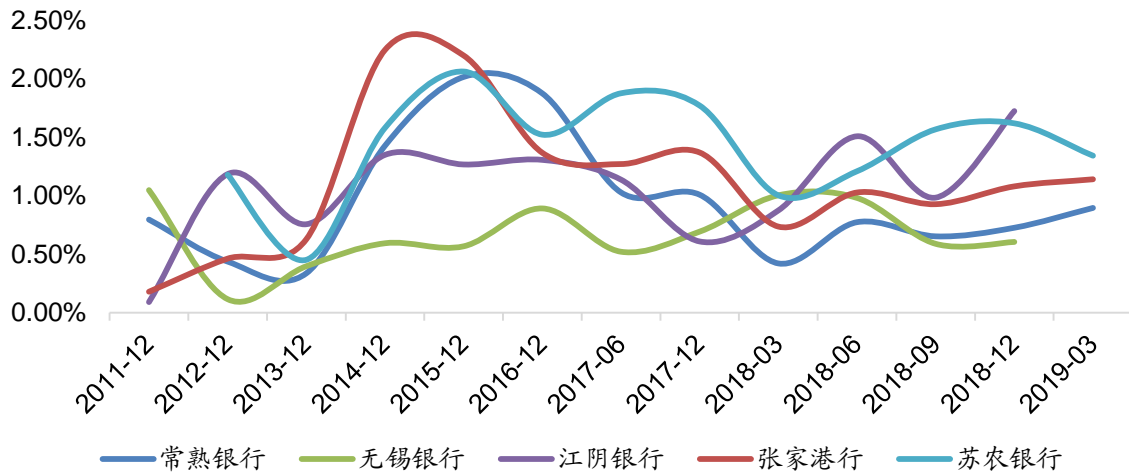
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 42: A股上市农商行贷款主要区域A股非金融上市公司隐含不良率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 43: A股上市农商行不良净生成率(测算)对比

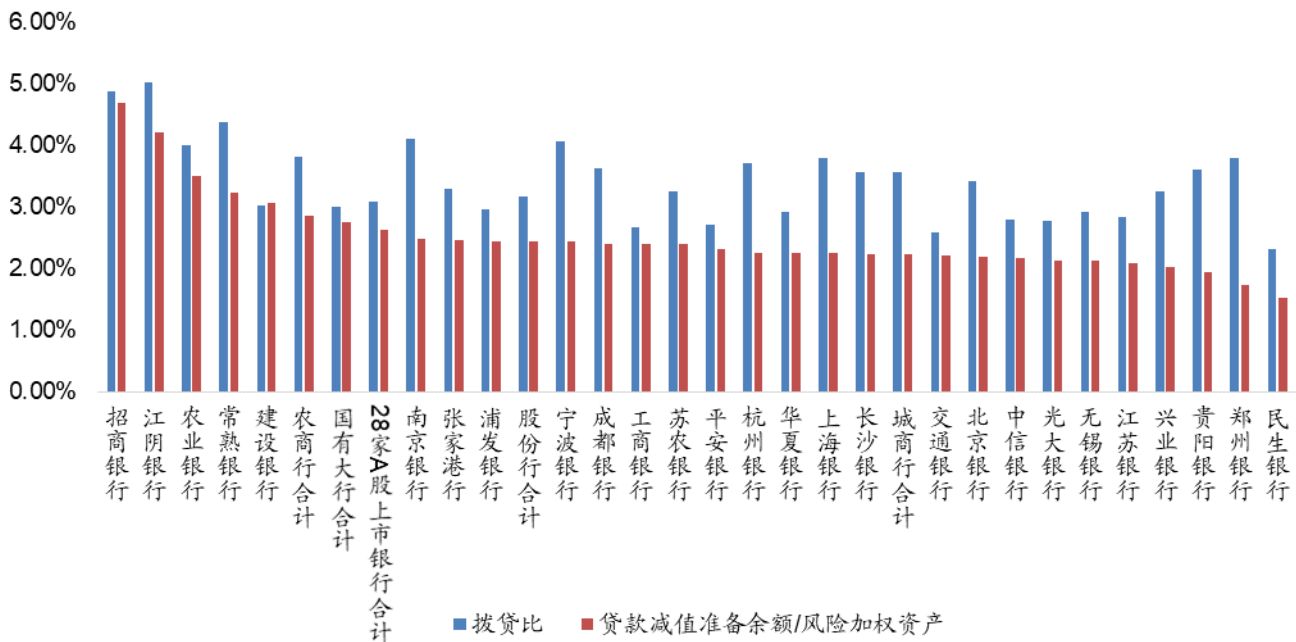


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

4.3 风险抵补能力对比: 股份行和城商行相对偏弱

考虑到中小银行表内非标投资占比相对较高、城农商行表内贷款占比相对较低, 而拨贷比、拨备覆盖率等监管指标仅衡量了拨备对信贷风险的地域情况, 因此用贷款减值准备余额/风险加权资产来对比各家银行的风险抵补能力可能更具客观性和可比性。从子板块情况来看, 农商行 > 国有大行 > 股份行 > 城商行。

图 44: 2018年末, A股上市银行拨贷比与贷款减值准备余额/风险加权资产对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、经济的可持续增长是资产质量改善之源，周期洗礼下银行之间的差距将逐渐拉大

银行体系资产结构是资金在实体经济部门配置的结果，实体经济部门对资金的利用效率将决定其盈利情况，进而决定其债务偿还能力。因此中国经济的可持续增长是改善银行资产质量的最重要途径。

我国经济正从高速增长转向高质量发展，意味着银行过去依靠规模驱动的同质化粗放式增长时代已结束，开始进入以结构和质量取胜的差异化竞争阶段。现有的客户基础以及未来发展战略的选择，决定了资源的配置结构和利用效率，最终的差异将反应到银行的资产质量上，并进一步影响利润和ROE，在经济下行期这种差异将会更加明显。而无论是客户基础培育还是战略目标的实现都需要相当长的时间，预计银行之间的差异化将越来越大。经营稳健、风控能力强、客户基础具备优势的国有大行和细分板块优质龙头将在周期洗礼中胜出。

投资建议与风险提示

投资建议：经济处于短期增速下行压力仍存和长期结构性矛盾比较突出的阶段，银行息差和资产质量双双承压，决定性变量是资产质量，重中之重是居民端。建议关注经营稳健、风控能力强、客户基础具备优势的低估值国有大行和细分板块优质龙头（招商银行等）。

风险提示：1.关注房地产行业和地方融资平台的潜在风险；2.关注居民部门债务快速上升的风险；3.关注中美贸易格局变化对区域经济的影响。

表 6：港股和美股可比公司估值情况

市场	公司	代码	股价（元）	EPS（元）		PE 估值（倍）		PB 估值（倍）	
				2018A	2019E	2018A	2019E	2018A	2019E
港股 (HKD)	汇丰控股	00005.HK	65.45	4.93	5.28	13.26	12.39	0.91	1.00
	恒生银行	00011.HK	200.20	12.48	13.22	16.04	15.14	2.36	2.03
美股 (USD)	富国银行	WFC.N	46.17	4.28	4.96	10.79	9.31	1.22	1.17
	美国银行	BAC.N	28.18	2.61	2.85	10.80	9.89	1.12	1.05

注：表中估值指标按照最新收盘价计算。

注：汇丰控股、恒生银行盈利预测数据来自 Wind 一致预测，股价和 EPS 货币单位为港元；富国银行、美国银行盈利预测数据来自 Bloomberg 一致预测，股价和货币单位为美元。

数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008年开始从事银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012年开始从事银行业研究，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王先爽：联系人，复旦大学金融学硕士，2016年进入银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 万思华：联系人，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 李佳鸣：联系人，南加州大学金融工程硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与建设银行(601939)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与工商银行(601398)公司有投资银行业务关系。
- (3) 广发证券在过去 12 个月内与交通银行(601328)公司有投资银行业务关系。
- (4) 广发证券在过去 12 个月内与兴业银行(601166)公司有投资银行业务关系。
- (5) 广发证券在过去 12 个月内与交通银行(03328)公司有投资银行业务关系。
- (6) 广发证券在过去 12 个月内与工商银行(01398)公司有投资银行业务关系。
- (7) 广发证券在过去 12 个月内与建设银行(00939)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。