

银行

证券研究报告

2019年06月12日

当前银行资产质量怎么看？

零售占比崛起，部分行业进入不良出清后期

基于“不良暴露程度”，不良出清可分为四个阶段：第一阶段，不良生成压力逐渐加大；第二阶段，银行调整投放政策、边际收缩其信贷投放；第三阶段，不良生成压力减缓，贷款投放收缩放缓；第四阶段，不良出清接近完毕，新增信贷投放使不良率下降。体现在不良暴露程度上就是，慢升-快升-慢升-回落。为简化分析，银行信贷结构可采取“五分法”：对公三大类（不良高发行业、基建/市政类、地产类）、零售两大类（房贷按揭、信用卡/消费及经营贷）。基于商业银行 08-17 年数据的结论：对公不良高发贷款占比下降速度加快，17 年压降 4 pct，高于 16 年的 3.23 pct；基建/市政类贷款占比 16-17 年共提升 2.79 pct；房贷增速放缓，信用卡/消费及经营贷占比提升加快；批发零售业、采矿业等或已进入不良出清后期的良性循环。

大行不良生成压力趋弱，股份行个贷风险有所暴露

不良生成重心正逐渐从对公转到零售。大行+股份行，制造业 18 年不良额 YoY +9.56%，批发零售 YoY -3.45%，整体增速已经下来了；而 17-18 年信用卡不良增速从 9%提到了 21.81%。大行不良生成压力已减弱。批发零售不良暴露程度已于 16 年触顶于 3.74 倍，之后显著下降，或已进入出清的后期阶段，池水转清；制造业不良暴露程度上行趋缓，伴随着贷款占比压降，拐点也有望在 1-3 年内来到。大行信贷结构以房贷和基建/市政类为主，但这两块未来大幅恶化的可能性小。股份行不良生成快于大行，未来主力或在个贷。18 年制造业不良额 YoY +14.6%，；信用卡+37.6%，风险有所暴露。近几年才逐渐增加起来的消费信贷，未来也有可能面临不良扩大的风险。

上市行贷款结构继续分化，18H2 不良生成加大或因分类趋严

以“五大类”观察贷款结构，投向政策的边际倾向。18H2 大多数上市行的不良高发行业占比下降的，但占比增长的领域不同：大行主要增房贷，股份行主要增信用卡/消费及经营贷，城商行部分增消费及经营贷、部分增基建/市政类，农商行主要增消费及经营贷。总体看，大行的信贷结构变化幅度相对较小；中小行信贷结构调整相对较大，向信用卡、消费及经营贷倾斜。分类趋严使 18H2 不良净生成率走高。15-16 年间，上市行不良生成压力已触顶回落，此后便开始显著下降，不良生成压力减轻。但 18H2 不良净生成比率再次上行。考虑到 13-16 年的不良出清进程已进入生成压力趋弱的后半段，在很短的时间内再次向上，更可能源于分类标准趋严的影响。

投资建议：部分行业或进入不良出清后期，不良生成压力减轻大势所趋

08-18 十年间，房贷占比+15.7 pct，对公不良高发行业-11.9 pct；批发零售业、采矿业或进入出清后期。逆周期调节或中和贸易摩擦对资产质量的影响，分类趋严亦不改不良生成压力减轻趋势，银行资产质量担忧或不大。继续主推大行和低估值优质中型行-平安、光大、江苏等，6 月首推工行。

风险提示：更严格的风险分类办法使不良生成压力加大；经济超预期下行。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000001.SZ	平安银行	12.65	买入	1.45	1.69	2.05	2.47	8.72	7.49	6.17	5.12
601818.SH	光大银行	3.97	买入	0.64	0.70	0.76	0.84	6.20	5.67	5.22	4.73
600919.SH	江苏银行	7.35	买入	1.13	1.29	1.48	1.69	6.50	5.70	4.97	4.35
601398.SH	工商银行	5.79	增持	0.84	0.88	0.94	1.01	6.89	6.58	6.16	5.73
601166.SH	兴业银行	18.42	买入	2.92	3.33	3.85	4.31	6.31	5.53	4.78	4.27

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

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-行业点评:业绩明显改善，资产质量向好》2019-05-09
- 2 《银行-行业专题研究:银行业研究小册子》2018-09-18
- 3 《银行-行业专题研究:银行业研究小册子》2018-06-20

内容目录

1. 零售占比崛起，部分行业进入不良出清后期	4
1.1. 不良出清的四个阶段，五大类来整体把握贷款结构	4
1.2. 对公不良高发加速压降，零售占比开始崛起	5
1.3. 制造业/批发零售仍是不良大户，部分行业进入不良出清后期	6
2. 大行不良生成压力趋弱，股份行个贷风险有所暴露	7
2.1. 数据口径解释	7
2.2. 大行和股份行在个贷和基建类投放策略分歧扩大	7
2.3. 不良生成重心转向零售，股份行不良生成节奏较快	8
2.4. 大行不良生成压力或减弱，股份行不良生成主力在零售	9
2.5. 股份行的个贷、地产类风险有待出清	10
3. 信贷结构分类盘点，不良认定趋严致生成压力加大	11
3.1. 用“五分法”识别上市银行信贷模式	11
3.2. 分类趋严致不良净生成率走高	13
4. 投资建议：部分行业不良或接近出清后期，不良生成压力减轻大势所趋	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1：不良出清的四个阶段	4
图 2：按五个大类分组的商业银行贷款结构变化情况	5
图 3：2008-2017 年整体商业银行贷款占比变动幅度	5
图 4：2008-2017 年整体商业银行分行业贷款占比变动幅度	6
图 5：2008-2017 年整体商业银行分行业不良贷款占比变动幅度	6
图 6：截至 2017 年的不良暴露程度走势来看，不良出清仍在继续（单位：倍）	7
图 7：2008-2018 年上市银行贷款结构变迁（实线=大行，虚线=股份行）	8
图 8：2009-2018 年各主要行业不良贷款增速（大行+股份行合并）	8
图 9：2009-2018 年各主要行业不良贷款增速（大行 vs 股份行）	9
图 10：2011-2018 年五大行各行业不良暴露程度及 18 年环比 1H18 变化（单位：倍）	9
图 11：2011-2018 年股份行各行业不良暴露程度及 18 年环比 1H18 变化（单位：倍）	10
图 12：对公不良高发领域占贷款比 vs 占不良比	10
图 13：信用卡+消费及经营贷占贷款比 vs 占不良比	10
图 14：基建/市政类占贷款比 vs 占不良比	11
图 15：地产类占贷款比 vs 占不良比	11
图 16：2018 年末上市银行信贷结构差异性显著	12
图 17：2018 年中报到年末，上市银行信贷结构变化情况	12
图 18：上市银行不良净生成比率分组平均值走势	13
图 19：17 年多数银行不良净生成率同比下降，18 年多数银行不良净生成率同比上行	13
图 20：大行不良净生成比率，五大行均同比 17 年上行	14
图 21：股份行不良净生成比率，多数与 17 年持平或上行	14

图 22: 城商行不良净生成比率, 五大行均同比 17 年上行	14
图 23: 农商行不良净生成比率, 多数与 17 年持平或上行	14

1. 零售占比崛起，部分行业进入不良出清后期

1.1. 不良出清的四个阶段，五大类来整体把握贷款结构

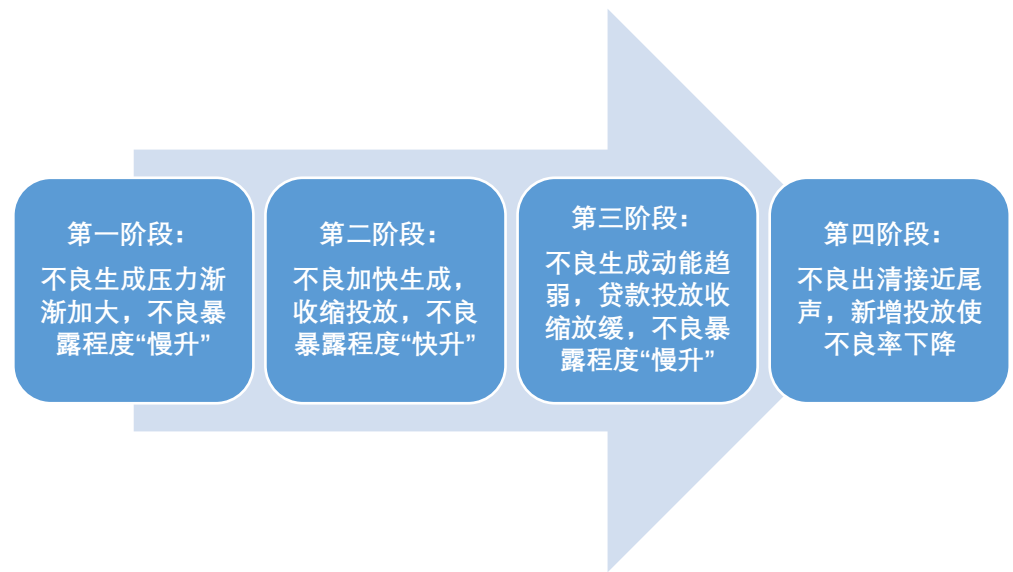
引入“不良暴露程度”，可在分行业贷款占比和不良贷款占比之间建立联系。我们在 18 年 9 月 11 日的报告《银行资产质量十年沉浮录：基于细分行业的视角》中，曾引入“不良暴露程度”指标，用以衡量 i 个行业的不良率与其当年总体不良率的比值，由此可让不同年份间的各行业不良率水平直接可比。即：

$$i \text{ 行业不良贡献度} = i \text{ 行业不良暴露程度} \times i \text{ 行业贷款占比}$$

$$\frac{i \text{ 行业不良额}}{\text{当期总不良额}} = \frac{i \text{ 行业不良率}}{\text{当期总不良率}} \times \frac{i \text{ 行业贷款额}}{\text{当期总贷款额}}$$

在此基础上，可用于识别不良出清的阶段。不良暴露程度的变化，背后是贷款占比及不良生成节奏的变化。故不良出清可分为四个阶段：第一阶段，A 行业不良生成压力渐渐加大；第二阶段，银行开始重视 A 行业的不良率上升，调整投放政策、边际收缩其信贷投放；第三阶段，不良生成压力减缓，贷款投放收缩放缓；第四阶段，不良出清接近完毕，新增信贷投放使不良率下降。体现在不良暴露程度上，就会是，慢升 - 快升 - 慢升 - 回落。因此，不良出清的上半场与下半场的转折点，可以在不良暴露程度上行由快转慢时大致确认。

图 1：不良出清的四个阶段



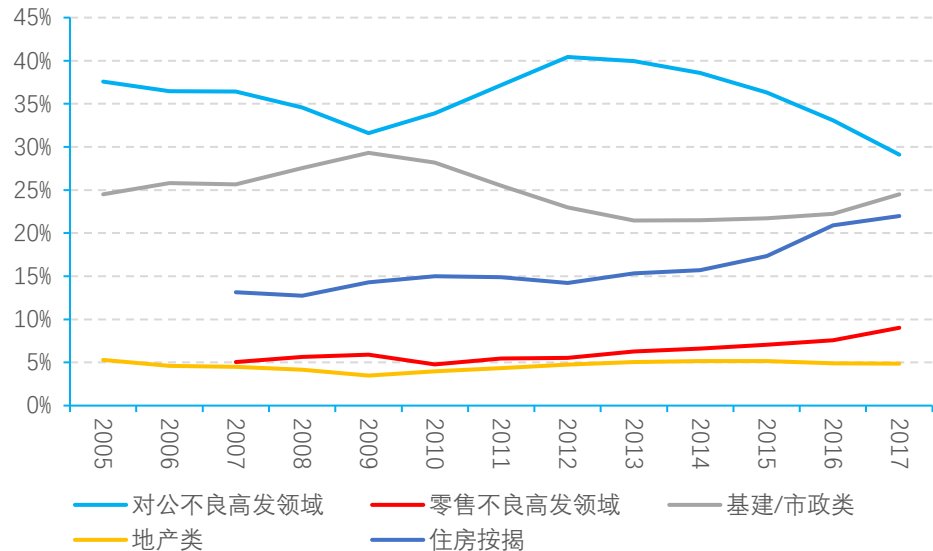
资料来源：WIND，天风证券研究所

贷款结构可采用“五分法”，即对公三大类、零售两大类。按银保监会的统计口径，共有 20 个对公细分行业、4 个零售细分领域；为方便起见，对其做合并处理。对公不良高发行业定义为制造业、批发零售业、农林牧渔业、采矿业；零售不良高发领域定义为信用卡、消费及经营贷；基建/市政类定义为交运仓储邮政、水利环境及公共设施、电力燃气水、租赁和商务服务这 4 个行业；地产类定义为房地产业、建筑业；住房按揭为不良低发的零售贷款，近几年体量提升较快，单独作一类。这五大类，占贷款比基本能达到 85%以上，多数银行可接近 100%，故可大致勾勒出整个贷款结构。

1.2. 对公不良高发加速压降，零售占比开始崛起

对公方面，不良高发领域加快退出，基建/市政类进。对公不良高发行业贷款占比压降速度加快。“四万亿”信贷放量，曾成功带动起民间投资需求；10-12 三年间，对公不良高发行业贷款占比累计提升了 8.82 pct，到 40.43%。此后，随着风险逐渐显现，银行开始压降这块占比，且压降幅度逐年扩大，17 年压降 4 pct，高于 16 年的 3.23 pct。基建/市政类贷款占比再次出现抬升。08-09 年“四万亿”期间，基建/市政类贷款占比累计提升 3.65 pct；而在经过 10-13 四年的低迷期后(累计下降 7.85 pct)，16-17 年分别提升 0.52 pct、2.27 pct，再次显著提升。

图 2：按五个大类分组的商业银行贷款结构变化情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

零售方面，房贷增势放缓，信用卡/消费及经营贷占比提升加快。17 年 3·30 新政后，房贷增速回归正常。起于 15 年末的房价高升、居民购房热情高涨态势，使 15-16 两年住房按揭贷款占比分别提升 1.64 pct、3.56 pct。而在 17 年 3·30 新政施以各项政策限制后，住房市场转冷，17 年房贷占比仅提升 1.07 pct。信用卡/消费及经营贷占比提升加快。

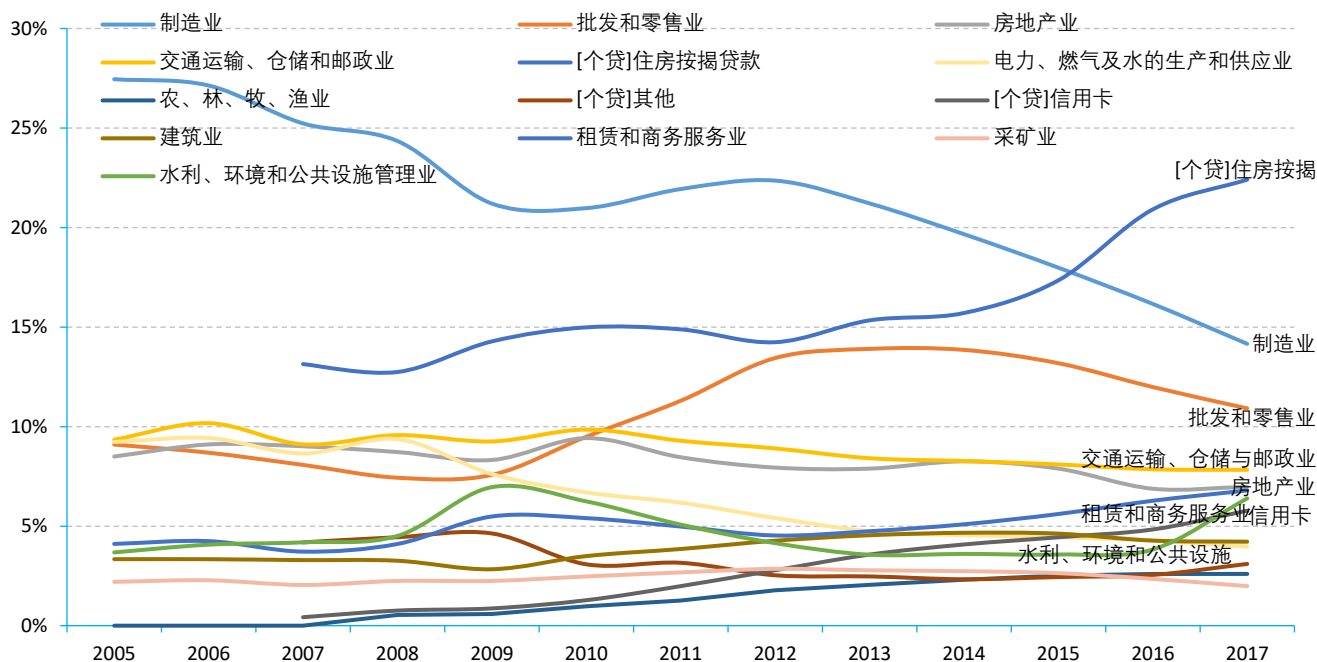
图 3：2008-2017 年整体商业银行贷款占比变动幅度

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
对公不良高发行业	-1.84%	-2.96%	2.30%	3.27%	3.25%	-0.48%	-1.38%	-2.24%	-3.23%	-4.00%
基建/市政类	1.89%	1.76%	-1.12%	-2.67%	-2.53%	-1.53%	0.05%	0.20%	0.52%	2.27%
地产类	-0.33%	-0.67%	0.49%	0.36%	0.41%	0.32%	0.09%	0.02%	-0.26%	-0.06%
住房按揭	-0.40%	1.54%	0.71%	-0.10%	-0.64%	1.10%	0.37%	1.64%	3.56%	1.07%
信用卡/消费及经营贷	0.57%	0.28%	-1.14%	0.69%	0.07%	0.72%	0.36%	0.46%	0.51%	1.43%

资料来源：WIND，天风证券研究所

细分行业具体来看。制造业、批发零售业下行幅度同比扩大，制造业相对更大一些。截至 17 年末，整体商业银行贷款中，制造业占比 13.9%、批发零售业占比 10.7%。基建/市政类的增长主要由水利环境和公共设施、租赁和商务服务两个行业贡献，占比共提升 3.76 pct；电力燃气水、交运仓储邮政则是稳中略降。对比 08-09 年来看，其实“四万亿”时期也主要靠这两个行业，07-09 年占比共提升 4.54 pct。信用卡、消费及经营贷的占比均显著上升。此前，除了房贷以外，个贷主要靠信用卡推动，但从 17 年开始，消费及经营贷也有较好表现。按银保监会的统计口径，消费及经营贷应统计在“其他”中，而 17 年“其他”类占比提升了 0.55 pct，创 08 年 0.26 pct 以来的新高。同时，信用卡占比提升 0.83 pct，也高于 08-16 各年。

图 4：2008-2017 年整体商业银行分行业贷款占比变动幅度

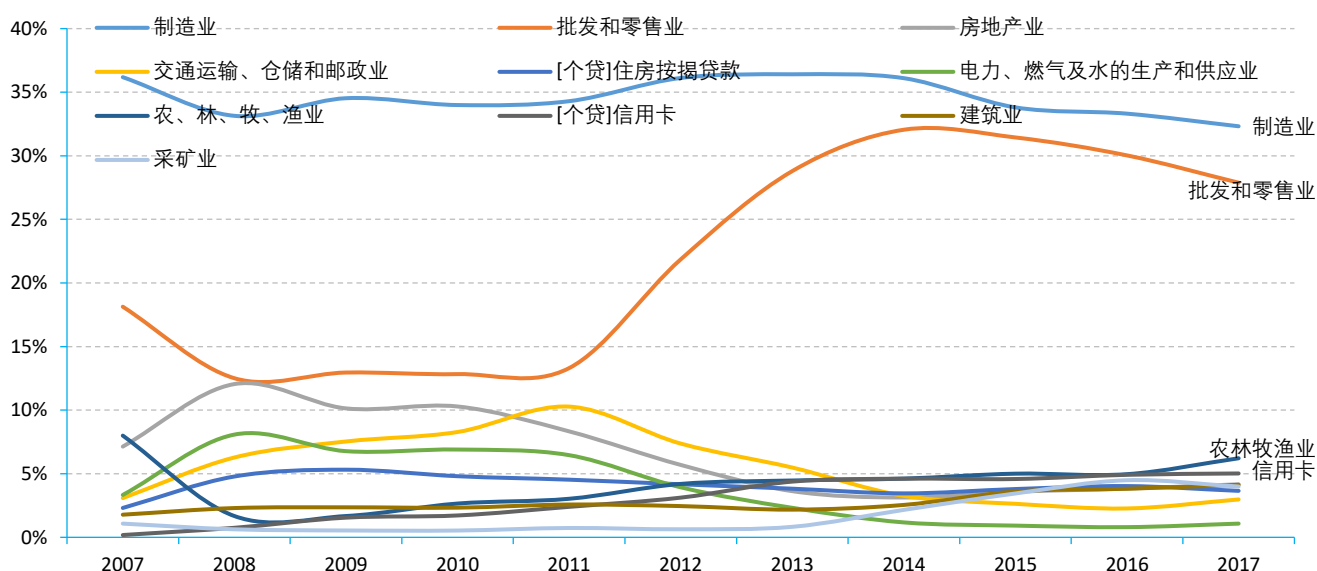


资料来源：WIND，天风证券研究所

1.3. 制造业/批发零售仍是不良大户，部分行业进入不良出清后期

不良贷款的大头依然是制造业和批发零售业。17 年末其不良贷款占总不良比分别为 32.3%、27.9%，同比 16 年，分别下降 1.0 pct、2.1 pct。批发零售业不良，或已先于制造业进入良性循环。考虑到 17 年末这两个行业的贷款占比分别为 16.2%、12.0%，批发零售业以更低的贷款基数，实现了更大幅度的不良占比下降，或表明其不良出清进程，领先于制造业。

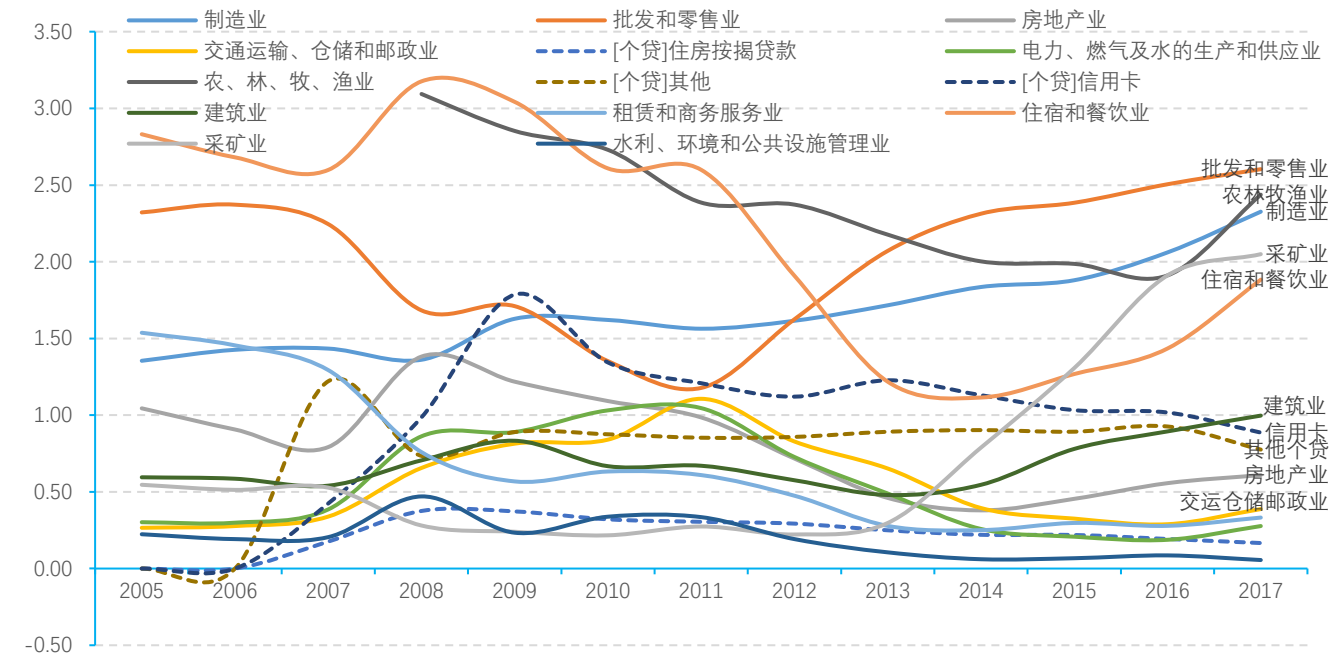
图 5：2008-2017 年整体商业银行分行业不良贷款占比变动幅度



资料来源：WIND，天风证券研究所

一般来说，当没有行业结构性的变化发生时，不良暴露程度会表现平稳。例如，制造业在 2005-2016 年间呈现平稳地趋势上行，对应的是低端制造业落后产能逐步出清的过程，2008 年、2011 年的两次下降，是当年的放量信贷投放使分母放大的效果。住房按揭连续十年维持平稳的低位；信用卡在 2009 年不良暴露过一波之后一直保持平稳；采矿业在 2013 年以前保持在平稳的低位。

图 6：截至 2017 年的不良暴露程度走势来看，不良出清仍在继续（单位：倍）



资料来源：WIND，天风证券研究所

观察得知，**批发零售业、采矿业增速趋缓，或已进入出清下半场**。制造业、住宿餐饮业、农林牧渔业不良暴露程度加速上升，仍处于第二阶段。因零售贷款的不良生成压力并未体现，但零售贷款占比提升较快，于是导致其不良暴露程度持续下降，17 年信用卡和其他类（主要是消费及经营贷）下降较多，原因一是信贷投放加快，表现为贷款占比提升，二来是个贷类 ABS 转出较快。

2. 大行不良生成压力趋弱，股份行个贷风险有所暴露

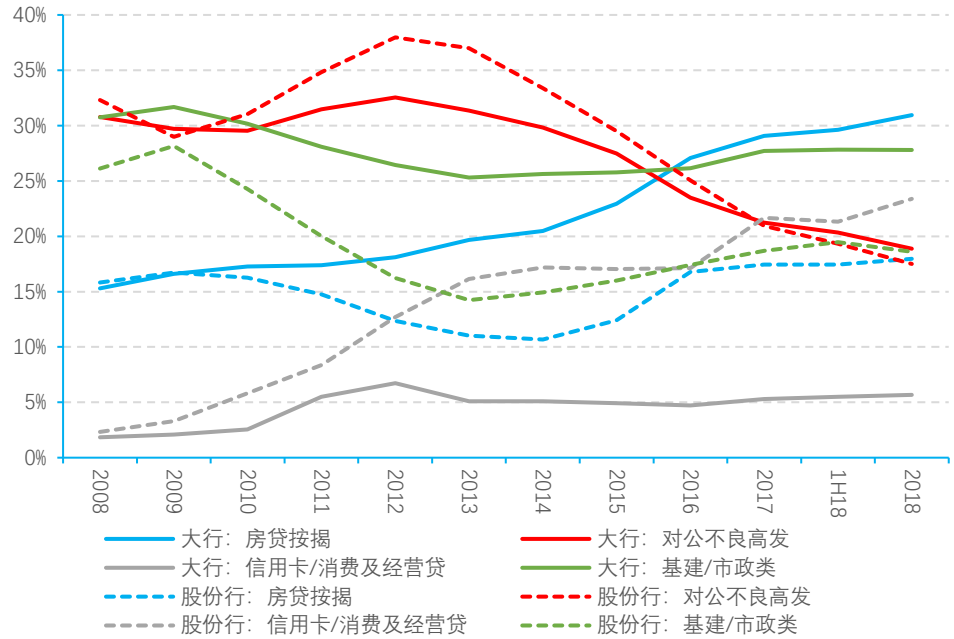
2.1. 数据口径解释

5 家大行、7 家股份行披露了对公细分行业不良。6 家大行+8 家股份行之中，工农中建邮、股份行除了华夏以外的 7 家，在财报里披露了对公细分行业不良。3 家大行、4 家股份行披露的零售细分领域不良。大行是农行/中行/建行，股份行是招行/浦发/兴业/平安。14 家银行均披露了细分行业贷款余额。本报告中提到的诸如“大行合并”、“股份行合并”等口径时，仅合并有相应披露项的银行。具体而言，对有关不良率、不良暴露程度的合并口径，对公指的是 5 家大行、7 家股份行，零售指的是 3 家大行、4 家股份行；对有关贷款余额、增速的合并口径，对公和零售均指的是 6 家大行、8 家股份行。因此，以下结论均有其适用范围。

2.2. 大行和股份行在个贷和基建类投放策略分歧扩大

大行和股份行压降对公不良高发的策略和节奏趋于同步。股份行 12-13 年大举发展制造业和批发零售，占比曾显著高于大行；此后都开始大幅压降，截至 18 年末，大行不良高发行业占比 18.9%，股份行 17.5%，二者接近，后者压降幅度更大。**零售策略分化明显**。大行房贷占比还在升，股份行保持稳定；股份行信用卡、消费及经营贷继续升到接近 25% 的水平，而大行依然在 5% 附近，变动不大。**基建/市政类拉开差距**。大行维持在 27.8%，股份行 18 年末比年中降低 0.87 pct，到 18.6%，显著低于大行的水平。

图 7：2008-2018 年上市银行贷款结构变迁（实线=大行，虚线=股份行）



资料来源：WIND，天风证券研究所

2.3. 不良生成重心转向零售，股份行不良生成节奏较快

不良生成的重心正逐渐从对公转到零售。大行+股份行合并来看，传统上不良生成的重灾区，制造业 18 年不良额 YoY +9.56%，批发零售 YoY -3.45%，尽管生成速度仍高于 17 年，但整体增量已经下来了。反观个贷，17-18 年信用卡不良增速从 9%提到了 21.81%，这还没有考虑核销及 ABS 转出的因素，实际的生成速度更快；消费及经营性贷款的不良额 YoY -18.51%，一来源于其较快的核销转出速度，二来是这块体量近年来才逐渐起来，不良生成是要滞后一些时间的。

图 8：2009-2018 年各主要行业不良贷款增速（大行+股份行合并）

5家大行+7家股份行	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
制造业	-12.53%	-17.15%	-0.15%	18.38%	26.61%	33.59%	42.72%	13.69%	6.38%	9.56%
批发和零售业	-8.03%	-23.66%	3.10%	77.41%	38.76%	65.00%	51.19%	9.14%	-11.18%	-3.45%
交通运输、仓储和邮政业	7.85%	-8.25%	23.54%	-21.35%	-17.45%	-19.30%	6.57%	0.26%	80.75%	24.16%
[个贷]信用卡	50.06%	20.06%	36.97%	81.59%	69.05%	53.91%	58.84%	15.41%	9.00%	21.81%
房地产业	-29.72%	-26.50%	-14.98%	-22.03%	-16.64%	27.28%	49.84%	28.45%	14.95%	1.14%
采掘业	0.84%	-23.58%	11.64%	-10.18%	38.86%	368.24%	181.40%	54.74%	-10.09%	-13.22%
[个贷]个人按揭贷款	-7.78%	-14.27%	-5.62%	4.23%	10.98%	27.41%	64.11%	30.62%	0.90%	5.19%
其它	-24.40%	-15.73%	-13.67%	-23.61%	-13.98%	9.91%	60.30%	44.20%	45.46%	-14.57%
[个贷]消费及经营性贷款	-1.32%	-23.07%	6.80%	62.90%	55.46%	61.47%	64.26%	13.86%	-3.38%	-18.51%
建筑业	-20.78%	8.75%	-32.31%	-6.87%	18.70%	71.87%	134.10%	15.74%	-2.92%	-8.28%

资料来源：WIND，天风证券研究所

股份行的不良贷款增速快于大行。股份行制造业不良生成速度仍较快，从 17 年的 9.19% 上升至 18 年的 14.57%，批发零售业 18 年还是正增长，增速 1.51%。反观大行，制造业不良生成虽有所加快，但 18 年仅为 7.75%，批发零售业不良已经开始收缩，17 年同比-15.25%，18 年同比-6.69%。股份行房地产业不良贷款增速较高，17、18 年分别高达 80.07%、42.33%，大行的房地产不良 17 年增速即已较低，为 5.43%，18 年同比-9.14%。股份行零售端多以信用卡扩张，故其信用卡不良增速较高。不考虑核销、ABS 转出及打包等因素，18 年股份行信用卡不良同比增 37.6%，大行仅 8.8%，这是股份行信用卡扩张相对更激进的结果。

图 9：2009-2018 年各主要行业不良贷款增速（大行 vs 股份行）

大行合并	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
制造业	-13.65%	-14.90%	-1.54%	10.29%	21.34%	30.09%	42.23%	9.96%	5.14%	7.75%
批发和零售业	-9.36%	-24.92%	0.49%	61.31%	33.03%	67.86%	55.35%	4.68%	-15.25%	-6.69%
交通运输、仓储和邮政业	10.98%	-7.21%	18.97%	-19.99%	-22.16%	-18.29%	0.93%	-9.56%	99.73%	24.36%
[个贷]信用卡	71.36%	54.02%	39.27%	112.27%	54.49%	56.55%	58.47%	12.60%	-3.53%	8.79%
房地产业	-30.76%	-27.91%	-15.36%	-22.27%	-15.54%	25.86%	47.14%	28.63%	5.43%	-9.14%
采掘业	8.35%	-21.80%	13.57%	-23.02%	31.37%	329.78%	181.30%	37.67%	-14.96%	-4.65%
[个贷]个人按揭贷款	-9.32%	-14.80%	-9.26%	0.57%	6.64%	29.49%	61.67%	28.72%	0.98%	5.64%
其它	-27.53%	-15.79%	-11.32%	-24.67%	-15.84%	-9.01%	65.08%	21.25%	52.42%	-8.49%
[个贷]消费及经营性贷款	-2.25%	-24.43%	-5.79%	28.60%	44.58%	28.91%	61.64%	12.89%	-16.85%	-22.28%
建筑业	-23.81%	12.26%	-38.19%	-17.22%	19.42%	81.85%	119.24%	10.24%	-12.26%	-5.22%

股份行合并	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
制造业	-3.47%	-33.44%	12.75%	83.55%	50.42%	44.77%	41.63%	26.66%	9.19%	14.57%
批发和零售业	0.60%	-16.27%	16.79%	150.08%	53.48%	55.16%	38.67%	22.54%	-0.83%	1.51%
交通运输、仓储和邮政业	-34.64%	-32.38%	168.25%	-40.38%	71.46%	-28.91%	57.48%	63.09%	15.56%	22.54%
[个贷]信用卡	36.29%	-7.53%	33.86%	38.38%	100.49%	49.52%	59.49%	20.27%	29.33%	37.56%
房地产业	-17.16%	-12.33%	-11.80%	-20.07%	-25.82%	39.96%	71.65%	27.20%	80.07%	42.33%
采掘业	-50.48%	-50.10%	-33.49%	503.65%	77.10%	506.10%	181.83%	101.23%	-1.00%	-26.86%
[个贷]个人按揭贷款	31.80%	-4.97%	51.84%	38.73%	40.63%	16.61%	78.19%	40.54%	0.50%	3.06%
其它	9.95%	-15.24%	-30.55%	-13.85%	0.73%	136.89%	47.22%	111.08%	33.70%	-26.68%
[个贷]消费及经营性贷款	245.05%	78.02%	405.60%	265.37%	78.05%	116.42%	66.89%	14.81%	9.52%	-15.77%
建筑业	24.59%	-23.39%	46.45%	51.64%	15.62%	35.01%	192.51%	33.00%	22.41%	-14.06%

资料来源：WIND，天风证券研究所

2.4. 大行不良生成压力或减弱，股份行不良生成主力在零售

大行的不良高发领域已失去加速暴露的动能。批发零售已于 16 年在 3.74 倍触顶，之后显著下降，表明已进入出清的后阶段，池水转清；制造业不良暴露程度上行趋缓，伴随着贷款占比压降，拐点也有望在 1-3 年内来到。零售端结构偏向房贷，信用卡、消费及经营贷涉足较少。而房贷不良暴露程度一直较为稳定，故大行零售端不良生成也缺乏新的动能。

基建/市政类不良暴露略升。乃是从 16 年历史低位的反弹，这块占比在 28%，或是大行未来资产质量不确定性的新的源头，另一源头就是住房按揭。房贷和基建/市政类资产质量大幅恶化的可能性小。考虑到房贷历史不良暴露程度较低，且我国首付比例较高、刚需人群较多、房价下跌至按揭违约的地步的可能性小，大行在基建项目上有更多的选择权，故这两块目前来看资产质量有理由保持较好。

图 10：2011-2018 年五大行各行业不良暴露程度及 18 年环比 1H18 变化（单位：倍）

公司类不良贷款（按行业分类）	环比变化	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	1H18	2018
制造业	0.06	1.70	1.97	2.27	2.36	2.52	2.65	2.79	2.80	2.86
旅游服务业 (eg: 住宿餐饮等)			0.88	0.77	1.10	2.16	1.65	-	-	2.83
批发和零售业	0.11	1.11	1.88	2.38	3.20	3.72	3.74	3.17	2.70	2.81
采掘业	0.02	0.19	0.16	0.20	0.67	1.42	1.87	1.59	1.42	1.44
[个贷]消费及经营性贷款	-0.12	0.58	0.79	1.09	1.12	1.36	1.47	1.22	1.02	0.90
[个贷]其他	-0.11	0.88	0.93	1.17	1.15	1.07	1.18	1.10	1.00	0.90
建筑业	0.01	0.44	0.39	0.44	0.64	1.05	1.11	0.97	0.86	0.88
其它	-0.12	0.96	0.76	0.61	0.44	0.55	0.63	0.97	0.97	0.84
[个贷]信用卡	0.00	0.16	0.35	0.52	0.65	0.77	0.84	0.81	0.84	0.83
房地产业	-0.10	0.69	0.56	0.45	0.46	0.50	0.62	0.65	0.67	0.56
交通运输、仓储和邮政业	0.08	0.65	0.55	0.40	0.26	0.20	0.17	0.35	0.33	0.41
租赁和商务服务业	0.00	0.22	0.14	0.10	0.09	0.21	0.25	0.28	0.33	0.33
电力、燃气及水的生产和供应业	0.09	0.77	0.55	0.37	0.21	0.17	0.13	0.20	0.20	0.29
水利、环境和公共设施管理业	0.06	0.29	0.12	0.07	0.05	0.05	0.09	0.10	0.14	0.19
[个贷]个人按揭贷款	0.01	0.09	0.09	0.10	0.10	0.12	0.15	0.15	0.14	0.15

资料来源：WIND，天风证券研究所

股份行的不良暴露程度高于大行。大行基于客户选择能力、银团贷款处置中的优先权，其不良暴露程度理应较低，因此股份行的制造业、批发零售和采掘业不良暴露程度较高，

不能说明股份行出清进展先于大行；其实制造业不良暴露上行未见拐点，批发零售在 16 年看到拐点，与大行节奏相近。**股份行未来不良生成主力或在零售端**。18 年信用卡不良暴露提高 0.12 倍，消费及经营贷提高 0.02 倍，核销转出会弱化该影响；近几年增速较快，分母扩大的稀释效应、零售信贷的充分供应，都使风险延迟暴露。

图 11：2011-2018 年股份行各行业不良暴露程度及 18 年环比 1H18 变化（单位：倍）

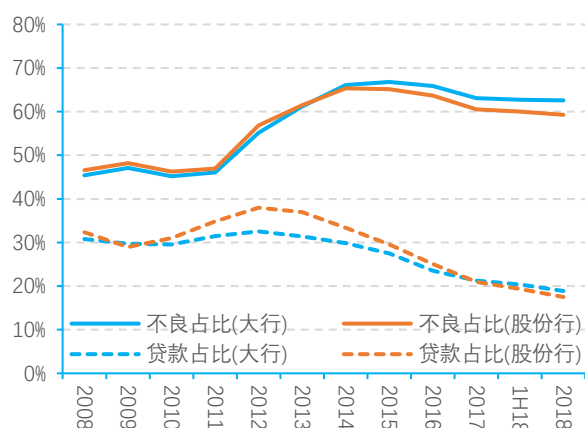
股份行不良暴露程度(按行业分类)18比1H18变化	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	1H18	2018
批发和零售业	0.04	0.63	1.66	2.42	3.01	3.12	3.67	3.64	3.48
制造业	0.12	0.63	1.22	1.75	2.02	2.14	2.60	2.84	2.98
采掘业	-0.07	0.01	0.09	0.16	0.76	1.61	3.11	3.08	2.21
农、林、牧、渔业	0.26	0.01	0.04	0.10	0.18	0.28	0.67	0.68	1.48
[个贷]其他	0.24	0.09	0.20	0.25	0.29	0.52	0.61	0.70	0.83
旅游服务业 (eg: 住宿餐饮等)	-0.60	0.00	4.41	0.49	0.68	0.66	0.53	0.94	1.54
其它	-0.16	0.22	0.20	0.19	0.36	0.40	0.81	1.09	0.92
科研、技术服务和地质勘查业	-0.53	0.03	0.03	0.08	0.62	0.08	0.62	0.72	1.29
[个贷]消费及经营性贷款	0.02	0.05	0.21	0.35	0.61	0.77	0.84	0.93	0.72
[个贷]信用卡	0.12	0.09	0.14	0.26	0.31	0.37	0.43	0.56	0.61
建筑业	-0.05	0.13	0.22	0.24	0.26	0.56	0.71	0.87	0.76
居民服务和其他服务业	0.32	0.87	0.66	0.29	0.17	0.19	0.28	0.39	0.29
电力、燃气及水的生产和供应企业	0.14	0.17	0.16	0.07	0.03	0.05	0.26	0.37	0.34
交通运输、仓储和邮政业	0.16	0.33	0.21	0.34	0.19	0.23	0.36	0.41	0.32
房地产业	0.03	0.14	0.12	0.08	0.09	0.12	0.15	0.26	0.32
租赁和商务服务业	0.02	0.09	0.10	0.07	0.04	0.05	0.09	0.21	0.21
卫生、社会保障和社会服务业	-0.01	0.03	0.07	0.04	0.04	0.03	0.14	0.02	0.16
[个贷]个人按揭贷款	0.01	0.05	0.07	0.09	0.08	0.11	0.15	0.15	0.14

资料来源：WIND，天风证券研究所

2.5. 股份行的个贷、地产类风险有待出清

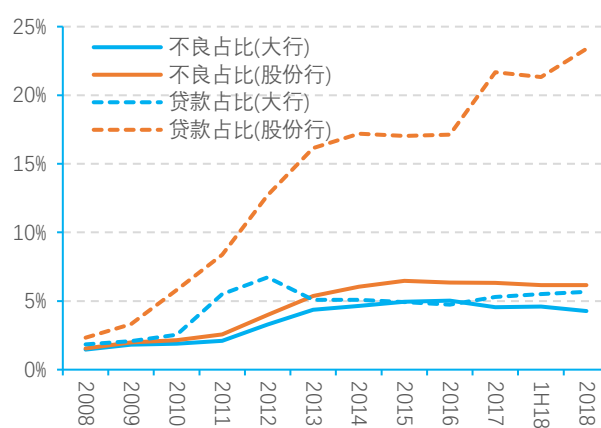
对公不良高发领域：不良仍在出清过程中。四个行业占不良比，仍然大幅低于占贷款比，高于 08-11 年；14 年以来，占贷款比下降较快，而占不良比下降慢，喇叭口仍在扩大；至少看到收敛，才表明出清节奏趋缓。**零售不良高发领域：股份行或存隐患。**股份行的信用卡+消费及经营贷占贷款比快速攀升，而占不良比保持平稳；不排除有个贷较容易以 ABS 或打包转出的因素，但喇叭口扩大能说明风险的积压。

图 12：对公不良高发领域占贷款比 vs 占不良比



资料来源：WIND，天风证券研究所

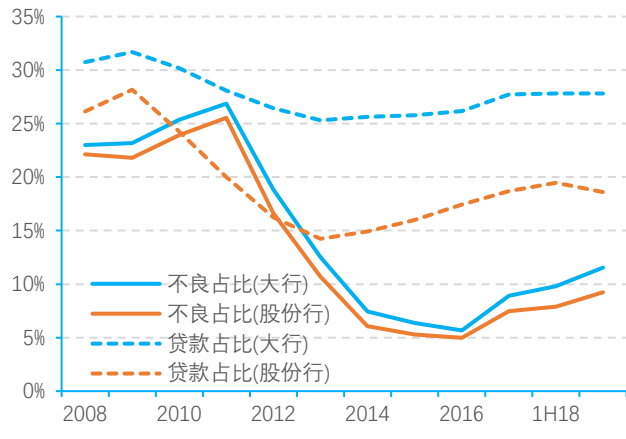
图 13：信用卡+消费及经营贷占贷款比 vs 占不良比



资料来源：WIND，天风证券研究所

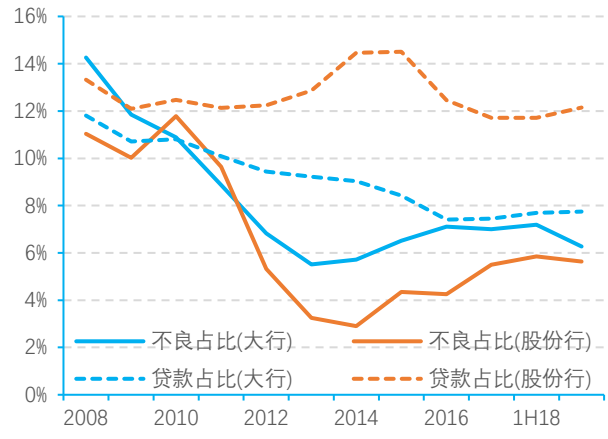
大行的基建/市政类占贷款比和占不良比的落差较大。大行、股份行的基建/市政类贷款占比和不良占比的差距，分别为 16.3 pct、9.4 pct，大行高于股份行。这部分可能源于大行在基建项目上的选择优势，的确能挑选到较为优质的项目，也可能说明大行的基建/市政类不良出清相对较不彻底。16 年以来，明显看到喇叭口在收窄，风险处于持续消化之中，担忧不大。**股份行的地产类占贷款比和占不良比的落差较大。**地产类占贷款比于占不良比的落差，大行是 1.47 pct，股份行是 6.51 pct。尽管从 13 年以来，股份行的地产类不良占比在持续上升，落差已在收敛，但相较大行仍有较大的差距，后续仍有继续暴露的空间。

图 14：基建/市政类占贷款比 vs 占不良比



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 15：地产类占贷款比 vs 占不良比



资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 信贷结构分类盘点，不良认定趋严致生成压力加大

3.1. 用“五分法”识别上市银行信贷模式

大行可分为两类，1) “房贷+基建”模式，特征是房贷按揭占比超过 30%，地产类和消费信贷占比都很低，不良高发行业压降比较彻底，具体包括工行、建行、农行；2) “房贷+制造业”，指的是中行，尽管房贷按揭占比也高达 30%，但制造业仍在 14% 以上；3) “房贷+消费信贷”，指的是邮储，房贷按揭占比 37%（高于其他 5 家大行），消费及经营贷占比 21%；4) 大行里的“中庸”派，指的是交行，基建/市政类占比 31% 也挺高，而房贷按揭占比不高，不良高发行业占比 20%，位于中间。

股份行组内差异主要在三方面体现：1) 房贷占比，兴业/招行/中信较高，分别为 27%、25%、19%；2) 消费信贷占比（包括信用卡、消费贷款、个人经营性贷款），平安/光大/民生/招商较高，分别为 50%、28%、26%、24%，各自侧重的领域不同，平安、光大侧重信用卡贷款，民生相对更侧重个人经营贷款，招行则是相对均衡；3) 对公不良高发领域压降情况，华夏/兴业/民生的不良高发行业占比在 25%、23%、20%，此外，华夏/兴业的基建/市政类占比为 28%、21%，也较高。

城商行普遍表现除基建/市政类占比较高，这能部分反映其在业务上与当地政府的绑定性。例如成都/杭州/南京，基建类占比高达 41%、34%、29%，这种绑定性可能会影响到议价能力。江浙一带的城商行可能因地制宜地发展制造业客户，比如宁波制造业占比 17%，江苏 15%，但不良率能够较好控制，侧面证明了其客户筛选能力。少数城商行表现出与众不同的特性。比如贵阳银行地产类占比 27%，主要是建筑业占比 21% 所致。再比如成都和青岛，房贷按揭占比为 25% 和 24%，显著高于其他城商行，这就为其资产质量带来了稳健的因素。再比如郑州，不良高发行业占比 35%，其中主要是批发零售业，占比 24%，未来不良生成压力仍较大。

江苏地区的 5 家农商行，共同的特征就是制造业占比高。江阴/苏农/无锡/张家港/常熟的制造业贷款占比分别为 52%、50%、27%、27%、25%，这是由当地的经济结构所决定的。也有一些独特的个体特征，比如常熟的消费及经营贷占比 46%，这是其小微业务独具优势的体现；无锡的基建/市政类占比 32%，显著高于其他 4 家。

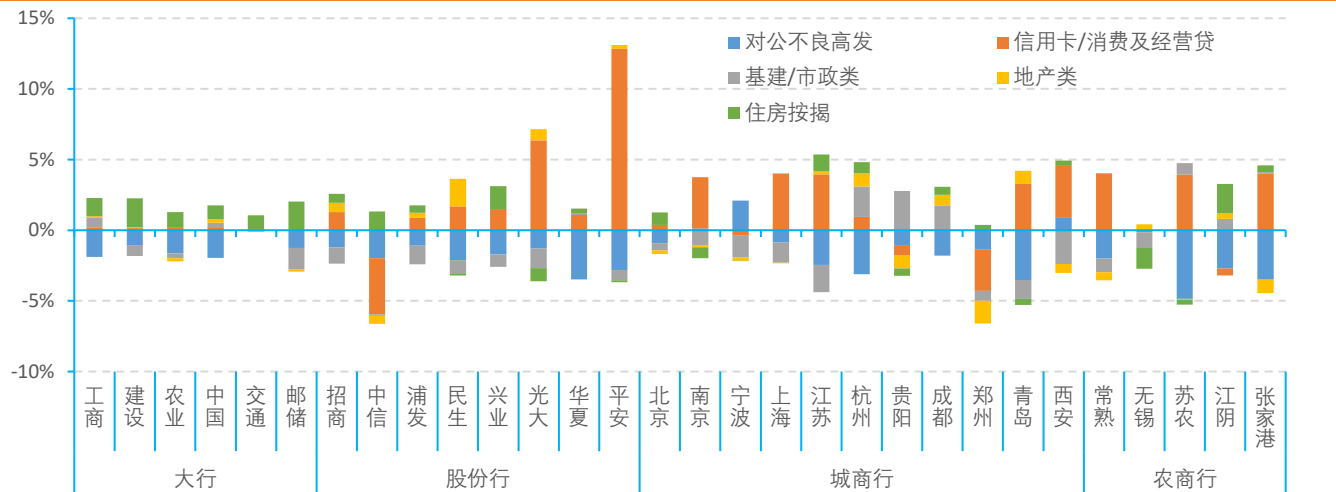
图 16：2018 年末上市银行信贷结构差异性显著

类别	银行	对公不良高发	信用卡/消费及经营贷	基建/市政类	地产类	住房按揭	模式归纳
大行	工商	16%	4%	33%	7%	30%	房贷+基建
	建设	15%	7%	28%	7%	36%	房贷+基建
	农业	15%	6%	31%	7%	31%	房贷+基建
	中国	30%	4%	17%	10%	30%	房贷+制造业+基建
股份	交通	20%	11%	31%	7%	21%	房贷+信用卡+制造业
	邮储	10%	23%	20%	4%	37%	房贷+消费信贷
	招商	13%	24%	16%	11%	25%	房贷+消费信贷
	中信	13%	19%	21%	12%	19%	均衡
	浦发	19%	20%	19%	13%	18%	均衡
	民生	20%	26%	18%	16%	11%	消费信贷+地产
	兴业	23%	12%	21%	10%	27%	房贷+基建+制造业
	光大	16%	28%	21%	11%	16%	信用卡+基建+制造业
	华夏	25%	10%	28%	14%	11%	基建+制造业
	平安	14%	50%	3%	11%	9%	消费信贷+地产
城商	北京	21%	10%	26%	15%	20%	房贷+基建
	南京	21%	15%	29%	5%	12%	基建+批发零售
	宁波	28%	32%	26%	10%	0%	消费信贷+基建+制造业
	上海	16%	25%	23%	19%	9%	消费信贷+基建
	江苏	27%	18%	26%	9%	16%	制造业+基建
	杭州	14%	21%	34%	9%	15%	基建+消费信贷
	长沙	17%	18%	24%	16%	14%	均衡
	贵阳	17%	14%	25%	27%	7%	基建+地产
	成都	11%	2%	41%	16%	25%	基建+房贷
	郑州	35%	17%	12%	19%	11%	批发零售+地产
农商	青岛	23%	8%	21%	16%	24%	基建+房贷
	西安	24%	17%	25%	19%	11%	均衡
	常熟	28%	48%	7%	6%	7%	制造业+消费信贷
	无锡	44%	1%	32%	5%	11%	制造业+基建
	苏农	61%	9%	9%	8%	10%	制造业
	江阴	63%	8%	15%	5%	6%	制造业
	张家港	43%	24%	19%	5%	8%	制造业+消费信贷
青农商	25%	17%	16%	26%	11%	批发零售+地产	

资料来源：WIND，天风证券研究所

当前的信贷模式是银行所制定的投向政策长期作用的结果。观察 18 年中报到 18 年年报信贷结构变化，可以捕捉到当前投向政策的偏好。贷款结构中的“五大类”，经常是此消彼长的关系。笼统来看，大行的信贷结构变化幅度相对较小，信贷结构较为稳定；中小行信贷结构调整相对较大，主要靠信用卡、消费及经营贷。18 年下半年，大多数上市行的不良高发行业占比是下降的（宁波、西安例外），但占比增长的领域不同：大行主要增房贷，股份行主要增信用卡/消费及经营贷，城商行部分增消费及经营贷、部分增基建/市政类，农商行主要增消费及经营贷。

图 17：2018 年中报到年末，上市银行信贷结构变化情况

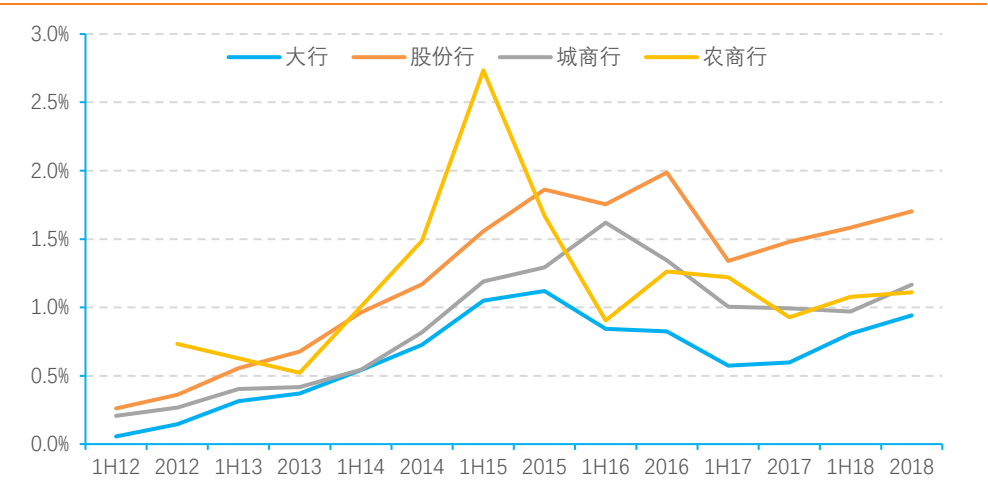


资料来源：WIND，天风证券研究所

3.2. 分类趋严致不良净生成率走高

15、16年起，上市行不良生成压力已触顶回落。大行的不良净生成率15年触顶于1.12%，股份行于16年触顶于1.99%，城商行16H1触顶于1.62%，农商行15H1触顶于2.73%。此后便开始显著下降，不良生成压力减轻。

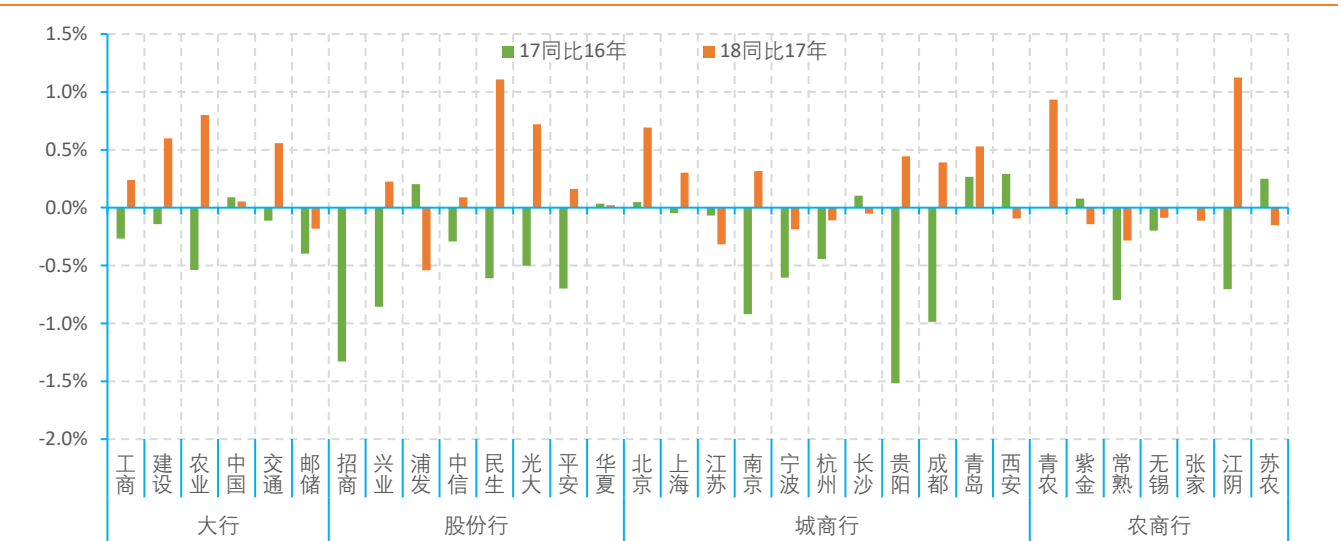
图 18：上市银行不良净生成比率分组平均值走势



资料来源：WIND，天风证券研究所

18年下半年，不良净生成比率再次上行。大行/股份行/城商行/农商行18年不良净生成比率，依次为0.94%、1.70%、1.17%、1.11%，均较17年均有显著上升。考虑到13-16年的不良出清进程已进入生成压力趋弱的后半段，在很短的时间内再次向上，更可能源于分类标准趋严的影响。

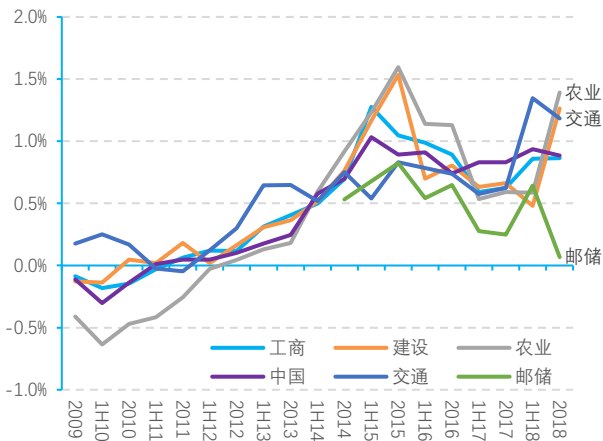
图 19：17年多数银行不良净生成率同比下降，18年多数银行不良净生成率同比上行



资料来源：WIND，天风证券研究所

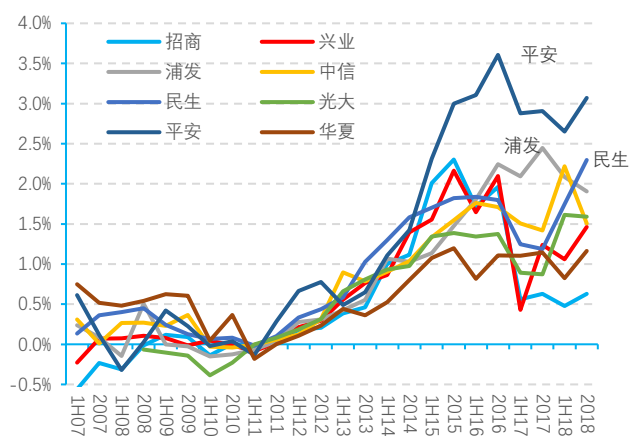
18H2 不良净生成率的短暂走高，未必会延续。18年下半年，部分大行不良生成率抬头，农行/建行/交行分别增0.80 pct、0.60 pct、0.56 pct。股份行中，民生/光大分别上升1.11 pct、0.72 pct，而浦发的不良净生成率下降了0.54 pct，其余股份行均变动不大。至少表明个体间差异较大，或并非行业性的普遍现象。

图 20：大行不良净生成比率，五大行均同比 17 年上行



资料来源：WIND，天风证券研究所

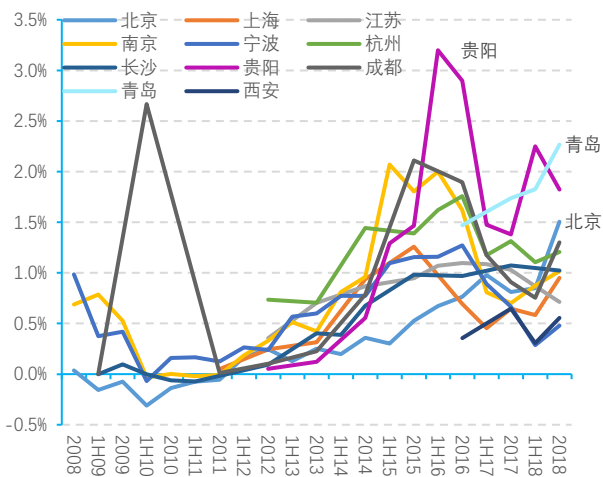
图 21：股份行不良净生成比率，多数与 17 年持平或上行



资料来源：WIND，天风证券研究所

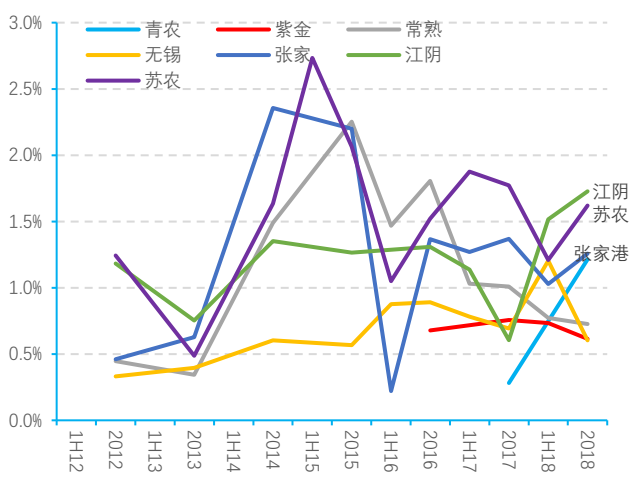
城商行中，北京/青岛/贵阳/成都不良净生成率上行较多，分别达 0.69 pct、0.53 pct、0.44 pct、0.39 pct。农商行中，江阴/青农商分别上行 1.12 pct、0.93 pct，其余 5 家均有所下降。这与对农商行资产质量压力加大的直观印象不同。原因在于，上市农商行是农商行中的佼佼者，且多数居于经济发达区域，其客户的经营状况较农商行整体为佳。

图 22：城商行不良净生成比率，五大行均同比 17 年上行



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 23：农商行不良净生成比率，多数与 17 年持平或上行



资料来源：WIND，天风证券研究所

4. 投资建议：部分行业不良或接近出清后期，不良生成压力减轻大势所趋

（一）零售占比崛起，部分行业进入不良出清后期

基于“不良暴露程度”，不良出清可分为四个阶段：第一阶段，不良生成压力逐渐加大；第二阶段，银行调整投放政策、边际收缩其信贷投放；第三阶段，不良生成压力减缓，贷款投放收缩放缓；第四阶段，不良出清接近完毕，新增信贷投放使不良率下降。体现在不良暴露程度上就是，慢升-快升-慢升-回落。为简化分析，银行信贷结构可采取“五分法”：对公三大类（不良高发行业、基建/市政类、地产类）、零售两大类（房贷按揭、信用卡/消费及经营贷）。基于商业银行 08-17 年数据的结论：对公不良高发贷款占比压降速度加快，17 年压降 4 pct，高于 16 年的 3.23 pct；基建/市政类贷款占比 16-17 年共提升 2.79 pct；

房贷增势放缓，信用卡/消费及经营贷占比提升加快；批发零售业或已进入不良出清后期良性循环。

（二）大行不良生成压力趋弱，股份行个贷风险有待暴露

不良生成重心正逐渐从对公转到零售。大行+股份行，制造业 18 年不良额 YoY +9.56%，批发零售 YoY -3.45%，整体增速已经下来了；而 17-18 年信用卡不良增速从 9%提到了 21.81%。**大行不良生成压力已减弱。**批发零售不良暴露程度已于 16 年触顶于 3.74，之后显著下降，或已进入出清的后期阶段，池水转清；制造业不良暴露程度上行趋缓，伴随着贷款占比下降，拐点也有望在 1-3 年内来到。大行信贷结构以房贷和基建/市政类为主，但这两块未来大幅恶化的可能性小。**股份行不良生成快于大行，未来主力或在个贷。**18 年制造业不良额 YoY +14.6%，房地产+42.33%，信用卡+37.6%。近几年才逐渐增加起来的消费信贷，未来也有可能面临不良扩大的风险。

（三）上市行贷款结构继续分化，18H2 不良生成加大或因分类趋严

透过贷款结构，观察投向政策的边际倾向。18H2 大多数上市行的不良高发行业占比下降的，但占比增长的领域不同：大行主要增房贷，股份行主要增信用卡/消费及经营贷，城商行部分增消费及经营贷、部分增基建/市政类，农商行主要增消费及经营贷。总体看，大行的信贷结构变化幅度相对较小；中小行信贷结构调整相对较大，向信用卡、消费及经营贷倾斜。**分类趋严使 18H2 不良净生成率走高。**15-16 年间，上市行不良生成压力已触顶回落，此后便开始显著下降，不良生成压力减轻。但 18H2 不良净生成比率再次上行。考虑到 13-16 年的不良出清进程已进入生成压力趋弱的后半段，在很短的时间内再次向上，更可能源于分类标准趋严的影响，不会影响不良生成压力减轻的大趋势。

投资建议：08-18 十年间，房贷占比+15.7 pct，对公不良高发行业-11.9 pct；批发零售业、采矿业或进入出清后期。逆周期调节或中和贸易摩擦对资产质量的影响，分类趋严亦不改不良生成压力减轻趋势，银行资产质量担忧或不大。继续主推大行和低估值优质中型行-平安、光大、江苏等，6 月首推工行。

5. 风险提示

更严格的风险分类办法使不良生成压力加大；经济超预期下行。

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