

银行

深度专题：银行对公业务怎么样了？

3年了，是时候重新关注对公业务了吗？过去几年，随着基建、地产承压，银行对公业务也随之放缓，加之经济下行压力加大，行业对公资产质量则不断暴露。与此同时，由于零售业务风险分散，更契合中国经济发展阶段，相关标签行招行、平安等受到资本市场追捧。而大部分对公银行估值则不断创新低，当前板块整体的PB(LF)仅0.78x，对应隐含不良率高达12.7%，充分反映市场悲观预期。实际在中国的经济结构下，对公业务仍是银行业重要的组成部分，即便是零售标签行，对公存款占比也在70%左右。长期我们依然坚定看好零售基础扎实的优质银行，但当前时间点，我们注意到对公业务出现了一些积极信号，未来或有估值修复的投资机会。

行业分析：对公存量包袱不断减轻，对公资源投放开始回暖。16年不良高点距今3年有余，监管引导+银行自身努力下（加大核销及处置力度、主动降速、积极优化信贷结构），叠加近期逆周期政策不断加码（如1万亿专项债额度提前下达，允许作为项目资本金、下调部分项目资本金比例等），对公业务已出现一些积极信号：

1) 多个“信号”指向对公存量风险不断减轻：A. 总量上看，对公不良贷款余额已连续3年增速不超过5%，19H则首次“净减少”。**B. 结构上看**：对不良贷款影响最大的两大行业--批发零售业、制造业19H首次出现不良余额与占比的“双降”。**C. 拨备计提角度**：19H在拨备前利润增速稳步提高的情况下，对公业务计提的资产减值损失增速下降至仅1.03%，年化的信用成本也首次回落至1.37%。**D. 不良认定**：上市银行不良/逾期90天以上贷款、不良/逾期贷款比例提升至85%、129%，均为14年以来最高。**E. 动态指标看**：各项迁徙率指标还在波动，但正常类、次级类的迁徙率已出现见顶回落迹象。

2) 对公资源投放回暖。**A. 信贷角度看**，19年1-10月金融机构新增对公贷款（不含贴现）共计6.6万亿，已超过18年全年（上半年小微发力，带动短期贷款同比多增6000亿，下半年基建回暖，8-10月对公中长期贷款同比多增3500亿）。**B. 投资资产角度看**，一方面720指导意见后，非标融资压降幅度大幅放缓，另一方面地方政府专项债发行明显加码（过去2年增速在40%左右）。**上市银行这一趋势更明显**，19年上半年对公贷款净增2.8万亿，超过零售贷款的2.4万亿，更是已超去年全年增量（2.5万亿），其中基建类、租赁及商务服务业是主要的投资方向；政府类债券也增持1.7万亿。

个股对比：假若对公回暖，谁更具有投资价值？

整体看，国有大行、城商行对公业务占比较高，股份行分化较大，个股代表包括工行、北京、中信、光大、兴业、贵阳、杭州等，具体来说：

1、国有大行：布局较为均衡，客户资源优势大，其中**工商银行**的对公业务综合能力较强。工行对公业务ROA为1.76%，PPOP/A达3.37%，可比银行最高，其优质客户资源佳，在中收（对公占全行中收比重的60%）、负债端（对公存款成本率仅1.42%）、经营效率（成本收入比仅20%）等方面均有优势。此外，其资产质量较为稳健，但对公信用成本为1.65%，大行最高，若未来资产质量持续改善将自然减轻其计提压力，释放利润。

2、股份行：分化较大，各具特色，其中：**1) 中信银行**综合盈利能力较强，其议价能力（存贷利差高达3.19%）、经营效率（成本收入比仅20%）、中收创收能力均较强，但资产质量相对略逊一筹；**2) 光大银行**较为稳健，综合来看较优。一方面其基建贷款投放力度较大（占总贷款比重达15%，股份行最高），另一方面对公贷款收益率（5.02%）扣除存款成本率（2.17%）及不良率（1.93%）后的对公贷款“毛利率”为0.92%，在大行+股份行中仅次于工行（1.09%）、民生（1.06%）。

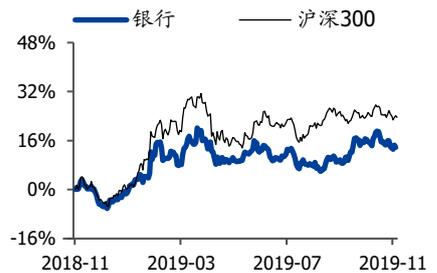
3、城商行：与区域经济绑定，关注客户、资产质量。以北京银行为例，其48%的贷款投向北京、天津地区，以大型对公客户为主，因此各项指标表现类似大行，资产质量稳定，存款沉淀能力强（活期占比高达57%），中收创收能力佳，经营效率也高（成本收入比仅22%）。

投资建议：综合来看**工商银行**对公项目资源丰富，综合实力最佳，其19PB仅0.84x为近3年历史底部，股息率高达4.28%，投资价值凸显。此外**光大、中信**对公业务综合实力也较强，未来可持续关注不良出清情况，或有估值修复机会（19PB分别仅0.70x、0.72x）。

风险提示：宏观经济恶化，利率市场化推进影响息差，金融监管超预期，风险分类趋严迫使银行加强不良认定。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

研究助理 陈功

邮箱：chenggong2@gszq.com

相关研究

- 1、《银行：金融角度看19Q3货币政策执行报告一利率并轨推进，关注核心定价能力》2019-11-17
- 2、《银行：结构性存款新规：减缓存款成本压力，规范行业发展》2019-10-20
- 3、《【国盛金融】为什么Q4重点关注银行股？》2019-10-14



内容目录

前言：3年了，是时候重新关注对公业务了吗？	4
一、对公业务：资产质量包袱大幅减轻，投放回暖	5
1.1 多个“信号”指向对公存量风险不断减轻	6
1.2 怎么做到的？监管引导+银行自身努力	7
1.3 基建+小微发力：对公回暖，贷款增长重归“常态化”，增持地方政府债	9
二、个股群像：假若对公回暖，哪些银行值得关注？	11
2.1 个股概览：哪些银行“对公”业务占比较高？	11
2.2 国有大行：业务布局相对较为均衡，其中工行综合服务能力更强	12
2.2. 股份行：各具特色，中信、光大银行较优	14
2.3. 城商行：关注区域经济、客户结构	15
2.4 假如未来对公业务持续回暖，哪些银行更值得关注？	16
风险提示	22

图表目录

图表 1: 老 16 家上市银行估值分化明显 (单位: 倍)	5
图表 2: 上市银行 19PB 以及处于过去三年的位置 (单位: 倍)	5
图表 3: 10 年以来上市银行对公贷款不良率变化与分解、各行业不良贡献情况 (%)	5
图表 4: 19H, 10 家样本银行对公贷款不良余额净减少 (亿元)	6
图表 5: 上市银行资产质量认定标准持续趋严	6
图表 6: 老 16 家上市银行批零、制造业贷款不良率 19H 首次回落	7
图表 7: 老 16 家上市银行对公业务的信用成本 19H 有所下降	7
图表 8: 上市银行各类贷款迁徙率整体回落 (正常类迁徙率左轴, 其余右轴)	7
图表 9: 老 16 家上市银行核销及转出规模 (亿元)	8
图表 10: 13 年至今主动放缓对公贷款投放增速	8
图表 11: 老 16 家上市银行信贷结构对比: 2014 VS 2019H	8
图表 12: 18 年以来, “基建补短板”逆周期政策不断落地	9
图表 13: 720 指导意见后, 委托+信托贷款压降幅度收窄 (亿元)	10
图表 14: 18 年后地方政府专项债发行加速 (亿元)	10
图表 15: 新增人民币贷款结构 (亿元)	10
图表 16: 企业贷款同比多增情况 (亿元)	10
图表 17: 上市银行资产摆布情况变化: 19H 相对 2018 年 (亿元)	10
图表 18: 19H 上市银行信贷摆布情况 (--表示未披露具体数据)	12
图表 19: 国有大行业务占比较为平均 (19H)	13
图表 20: 国有大行对公中收贡献度较高 (19H)	13
图表 21: 工行对公存款优势较强, 成本率低 (19H)	13
图表 22: 国有大行对公不良率较高, 但核销及转出率低 (19H)	13
图表 23: 光大银行对公贷款增速较快, 且基建类贷款占比较高	14
图表 24: 股份行对公贷款毛利率对比 (19H)	14
图表 25: 大行+股份行对公贷款收益率、存款收益率以及存贷利差	15
图表 26: 大行+股份行对公贷款不良率、信贷成本 (19H)	15
图表 27: 城商行对公、零售、资金业务利润总额占比	16

图表 28: 北京银行对公业务信用成本、不良生成率相对稳定.....	16
图表 29: 上市银行对公业务主要核心指标 (19H, 精简版, "--"表示未披露)	17
图表 30: 国有大行+股份行对公业务主要指标一览 (19H)	18
图表 31: 城商行对公业务主要指标一览 (19H)	19
图表 32: 13 年以来, 各家银行对公业务资产质量出清情况 (亿元)	20

前言：3年了，是时候重新关注对公业务了吗？

近年来，基建、地产等投资增速放缓，银行对公业务的发展速度也随之放缓；且在经济下行的大背景下，银行对公贷款的资产质量不断暴露。与此同时，零售业务因其风险分散、不良率低，契合中国经济发展阶段等特点，受到银行的重视，相关标签行如招行、平安银行等也受到资本市场的追捧。但在中国当前的经济结构下，对公业务是银行业非常重要的组成部分。即便是零售业务的标签行，对公贷款占比、营收、利润等贡献度也占到非常大的比例，且存款端，对公业务尤其重要，对公存款占总存款的比重在70%以上。

长期来看，我们依然坚定看好公司治理优异、零售基础扎实的优质银行。但站在当前时点，我们注意到银行的对公业务出现一些积极信号，未来或有估值修复的投资机会。综合来看，主要有以下几个维度：

1、对公的资源投放开始回暖。逆周期政策不断加码，基建补短板+支持民企、小微成为托底经济重要的发力方向。地方政府专项债的发行力度进一步加大、资本金门槛不断降低，也不断撬动项目融资需求改善。叠加利率下行、资产荒等经营背景，银行业已经加大、且未来将持续加大对对公业务、尤其是中长期基建类贷款的资源投入，大型基建项目资源丰富的低估值银行更有估值修复的空间。

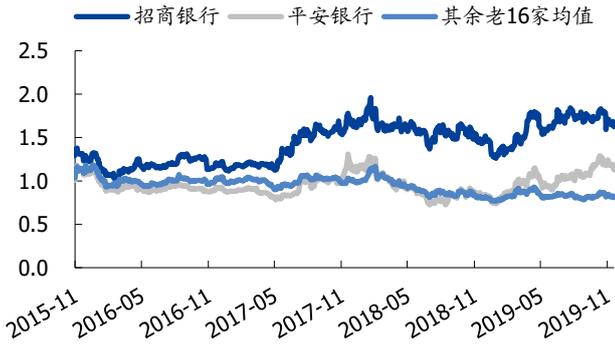
截止2019年中报，上市银行的增量贷款结构中，对公贷款（不含贴现）的规模增长近2.8万亿，已超过2018年全年的投放量。而短期消费型个人贷款的投放则较为疲软，消费贷+信用卡的增量仅不到3500亿（暂不考虑ABS转出的影响），仅占2018年全年的20%左右。于大行、股份行而言，在投资资产中，地方政府专项债的配置力度也不断加大。

2、资产质量包袱大幅减轻。在不良贷款认定不断趋于严格的情况下，银行（10家样本行）对公贷款的不良率下降至2.21%，且截止2019年中报，首次出现对公贷款的不良余额净减少。银行在减轻资产质量的包袱上做了非常多的努力：1）持续加大不良贷款的处置力度。16年以来，银行继续保持高强度的不良贷款核销及处置力度，累计核销及转出不良贷款金额2.2万亿，占利润总额（16-19H累计）的44%；2）不断优化对公贷款的结构。12-15年为对公贷款风险暴露的集中期，银行（10家样本行）整体对公贷款的不良率从12年的1.13%快速提升至最高达2.44%（16年），其中批发与零售业、制造业为重灾区，对公不良率上升的1.31pc中，这两大行业合计贡献了1.04pc。15年以来，银行业主动优化对公贷款结构，批发零售业、制造业贷款占比由14年的24%、11%，下降至19H仅17%、6%，而低风险的基建类贷款+租赁及商务服务业（含部分城投贷款，不良率仅0.91%）合计占比则从14年的35%提升至19H的45%。

3、估值极低，隐含不良率超12%。除零售标签行以外，多数银行的估值水平持续走低。截止目前，上市银行整体的PB(LF)水平仅为0.78倍，隐含不良率高达12.72%，且大多银行估值创历史新低，这充分反映了市场的悲观预期，安全边际较为充足。

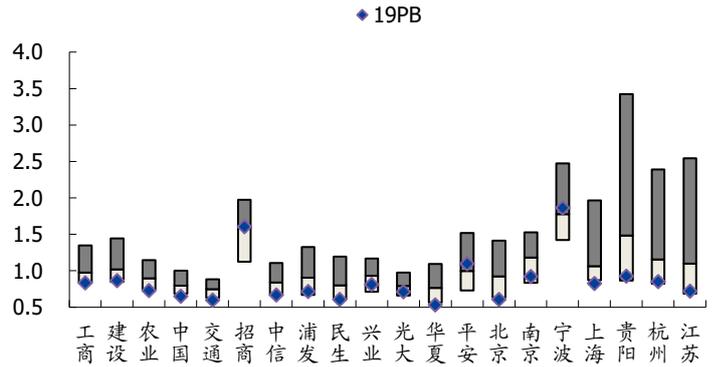
在本篇报告中，我们试图从资产摆布、收入利润占比等维度进行分析，找出“对公标签行”，并结合其资源禀赋、公司治理综合能力、对公业务盈利能力、资产质量等因素，筛选出相对稳健的标的，期待其在2020年有估值修复的机会。

图表1: 老16家上市银行估值分化明显(单位: 倍)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表2: 上市银行19PB以及处于过去三年的位置(单位: 倍)



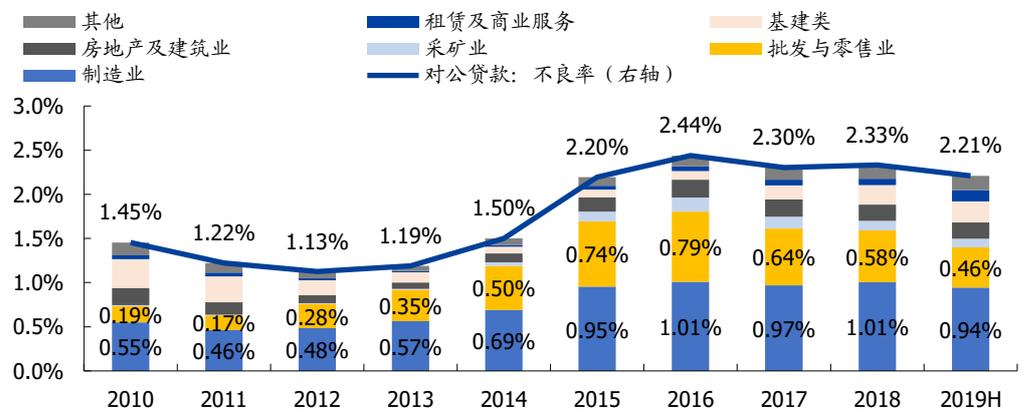
资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

一、对公业务: 资产质量包袱大幅减轻, 投放回暖

上一轮对公风险暴露简要回顾: 问题集中在制造业+批发零售业。12-15年, 受经济下行压力加大、部分企业盲目扩张、中小企业过度互保等多方面因素影响, 行业对公贷款经历了一轮较大的风险暴露期。我们选取了10家体量较大、数据较全的银行进行分析, 其整体对公贷款不良率从12年的1.13%快速上升至16年最高达2.44%, 其中批发与零售业、制造业贷款不良率分别从2.23%、1.81%, 上升到8.02%、5.01%, 对公不良率上升的1.31pc中, 这两大行业合计贡献了1.04pc, 是行业对公不良率上升的主要原因。

15年以来银行加大了结构调整力度,一方面压降制造业、批发零售业贷款占比(驱动两大行业的不良贡献度有所下降), 另一方新增信贷主要投向资产质量较好的基建相关领域, 带动对公不良率开始稳步下降。我们观察到, 17年以来, 部分基建类贷款(主要是交通运输行业)的不良率有所上升, 但整体仍保持在0.71%的较低水平。**预计这部分信贷资产质量未来将继续保持稳健,**主要基于: 1) 720央行指导意见后, 非标处置相关要求放宽; 2) 地方政府债务置换基本完成; 3) 2020年地方政府专项债发行有望继续加速; 4) 允许专项债作为符合条件的重大项目资本金(既扩大了项目范围, 又将部分项目资本金比例下调至20%)。当前环境整体有利于基建需求回暖, 并实质上缓解了不少基建项目的融资压力。

图表3: 10年以来上市银行对公贷款不良率变化与分解, 各行业不良贡献情况(%)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

注1: 政府基建类行业包括: 交通运输业、水利与公共管理业、电力、热力及能源供应业。

注2: 不良贡献度=某行业不良贷款/贷款总额, 比值越高表明其对整体不良率的影响更大。

注3: 样本银行为: 工行、建行、农行、招商、中信、浦发、民生、兴业、光大、平安银行

1.1 多个“信号”指向对公存量风险不断减轻

1) 总量上看, 行业对公不良余额 17 年以来基本“止增”, 19H 实现净减少。10 家样本银行数据来看, 10 年以来对公不良贷款增速持续提升到 15 年最高达 53%, 此后持续回落。17 年以来已连续 3 年增速不超过 5%, 19H 则首次实现对公不良余额“净减少”。

2) 结构上看, 19H 批发与零售业、制造业不良余额与占比同时“双降”。14 年以来银行业更多的是依靠结构调整来实现对公不良的控制, 体现为制造业、批发与零售业的贷款余额持续压降, 但不良率仍持续上升。而 19H 批发零售业、制造业首次出现不良贷款余额与占比同时“双降”, 不良率分别环比 18A 下降 1.7pc、0.2pc 至 6.6%、5.7%;

3) 拨备角度看, 在 PPOP 增速稳步提升的情况下, 对公拨备计提增速开始放缓。14 年以来, 老 16 家上市银行整体加大了对公业务的拨备计提力度, 信用成本从 13 年仅 0.46% 快速上升至 18 年的 1.64%。值得注意的是, 19H 老 16 家上市银行在盈利能力继续提升, PPOP 增速稳步提高的情况下, 对公业务计提的资产减值损失增速下降至仅 1.03%, 年化的信用成本首次回落至 1.37%。

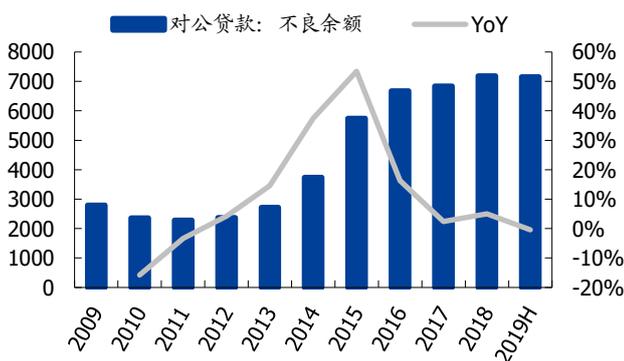
虽然我们无法单独拆出对公业务的拨备覆盖率, 但从综合的拨备垫角度看, 上市银行整体的拨备覆盖率 (210.2%)、逾期贷款拨备覆盖率 (177.7%) 均已提升到 14 年以来的最高水平, 风险抵御能力稳步增强。

4) 不良认定标准不断提升, 当前行业整体的资产质量已基本上是 14 年以来最“扎实、干净”的状态。监管引导下, 上市银行已逐步将逾期 90 天以上贷款全部纳入不良, 并按照不良贷款的要求提足了减值准备, 19H 上市银行不良/逾期贷款、不良/逾期 90 天以上贷款比例已提升至 84.5%、129%, 为 14 年以来最高水平。

5) 动态来看, 各迁徙率指向存量包袱大幅减轻¹。在不良认定不断趋严的政策引导下, 目前各项指标还在波动, 关注类贷款迁徙率 (26.5%)、可疑类贷款迁徙率 (22.5%) 继续保持稳定, 但正常类, 次级类的迁徙率已出现见顶回落迹象, 其中正常类贷款迁徙率已降低至 14 年以来的新低 (2.15%), 回归 10-14 年 2% 左右的正常水平。目前银行的不良率水平越来越真实、且暴露愈发充分, 资产质量指标的可信度不断提升。

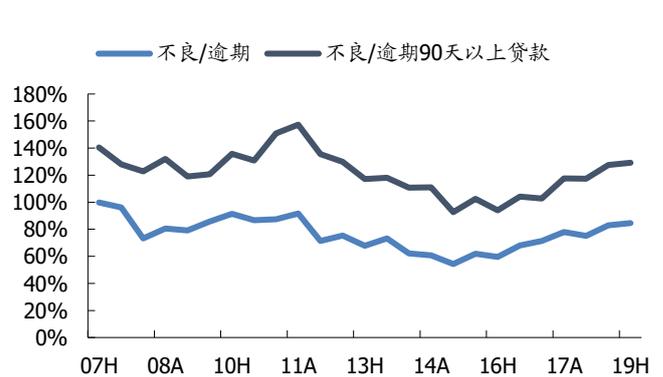
春江水暖鸭先知, 这些信号 (尤其不少首次出现的信号) 或已表明上市银行对公业务的存量包袱已大幅减轻。

图表 4: 19H, 10 家样本银行对公贷款不良余额净减少 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

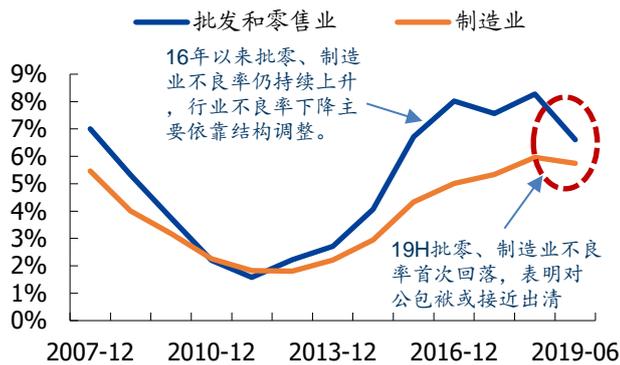
图表 5: 上市银行资产质量认定标准持续趋严



资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

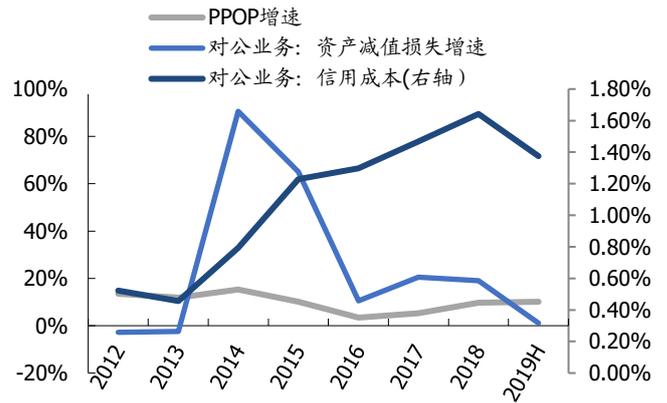
¹ 迁徙率指五级分类中的各类贷款向下迁徙的贷款比例 (如正常迁徙率指原本正常类贷款中向下迁徙成为关注、不良贷款的比例), 可以用来动态观察存量包袱出清的情况。

图表6: 老16家上市银行批零、制造业贷款不良率19H首次回落



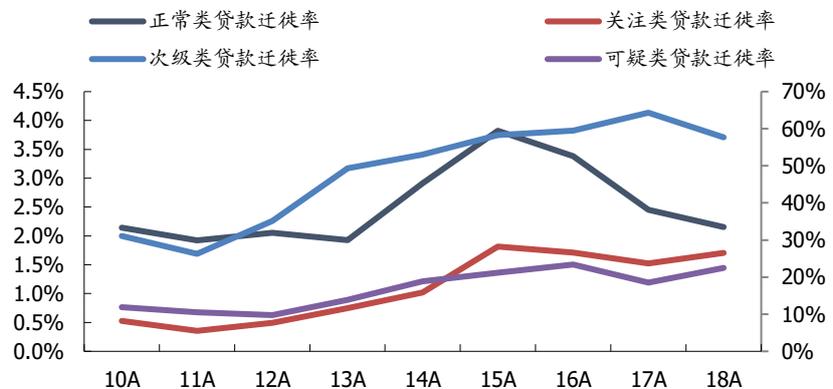
资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

图表7: 老16家上市银行对公业务的信用成本19H有所下降



资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

图表8: 上市银行各类贷款迁徙率整体回落(正常类迁徙率左轴, 其余右轴)



资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

1.2 怎么做到的? 监管引导+银行自身努力

近年来, 防范金融风险、加快风险出清、提升银行风险抵御能力一直是监管的“重中之重”, 银保监会不断出台各项政策, 如银保监会 2018 年 7 号文根据各家银行贷款分类的准确性、处置不良贷款的主动性、资本充足率三项指标在拨备覆盖率、拨贷比的监管要求方面给予优惠(最低只需满足 120%、1.5%)。再比如, 19 年 4 月的《金融资产风险分类指引》, 着力引导银行提升金融资产整体的不良认定标准。这些政策旨在鼓励银行加大不良资产处置力度、提升不良认定标准, 引导银行业资产质量更“稳健”、“扎实”。

总体来说, 在监管引导+银行自身努力下, 过去三年成效显著:

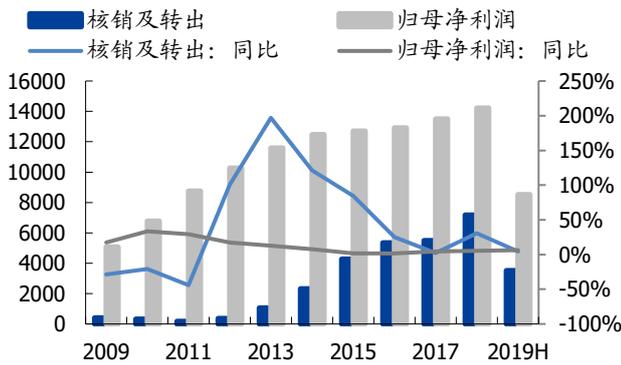
1) 银行加大了核销及处置的力度。从老 16 家上市银行的数据来看, 13 年以来核销及转出力度迅速加大, 从 12 年以前每年仅 300 多亿的规模快速提升到 16 年超过 5000 亿。16 年以来, 在资产质量稳步改善的情况下, 银行继续保持较高的处置力度, 累计核销及转出不良贷款金额 2.2 万亿, 占利润总额(16-19H 累计)的 44%, 考虑到上一轮风险暴露的核心在于对公业务, 预计这部分核销及处置大多用于对公包袱的出清;

2) 主动“降速”。12-15 年风险暴露的一个重要原因在于, 在“规模至上”的商业模式下, 不良生成压力加大的同时还在加速扩张(老 16 家上市银行总资产增速从 13 年的

10.72%上升至16年的13.03%)，进一步加大了后续的不良压力。但15年后，随着监管趋严+MPA考核体系的建立，行业规模扩张明显放缓，其中对公贷款增速从15年之前10%左右骤降至当前在5%左右，其背后是银行“痛定思痛”，加大风控门槛的同时压降存量风险，商业模式正逐步转化为“内源式”、“高质量”发展。

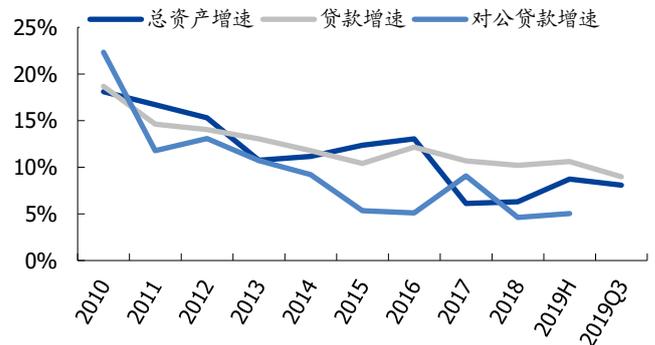
3) 主动优化结构，压降高风险行业占比。批发零售业与制造业是影响当前银行对公资产质量的最大的因素，两者合计贡献了全行业一半以上的对公不良贷款，也是上一轮风险暴露的主要原因。15年以来，银行业主动优化对公贷款结构，批发零售业、制造业贷款占比由14年的24%、11%，下降至19H仅17%、6%，而低风险的基建类贷款+租赁及商务服务业(含部分城投贷款，不良率仅0.91%)合计占比则从14年的35%提升至19H的45%。

图表9: 老16家上市银行核销及转出规模(亿元)



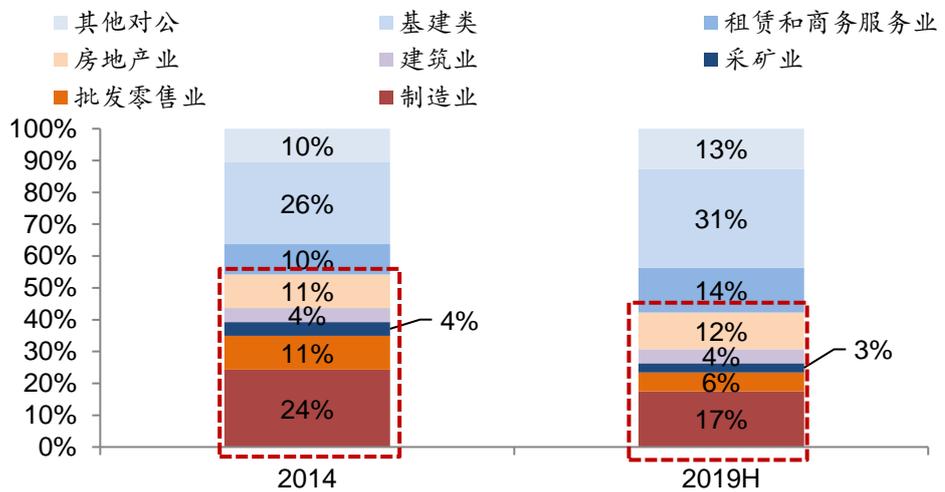
资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

图表10: 13年至今主动放缓对公贷款投放增速



资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

图表11: 老16家上市银行信贷结构对比: 2014 VS 2019H



资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

1.3 基建+小微发力：对公回暖，贷款增长重归“常态化”，增持地方政府债

18年以来“逆周期调节”政策不断加码，其中基建补短板+支持民企小微为下一阶段支撑经济企稳的重点领域，也是银行对公业务回暖的重要方向。1) 基建方面，在今年6月中办、国办允许专项债作为符合条件的重大项目资本金后，9月国常会进一步扩大资本金适用项目的范围，11月下调部分项目资本金比例至20%，并提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元（相当于19年的47%）。专项债发行力度加码、作为项目资本金等可有效撬动基建需求进一步回暖；2) 小微方面，18年以来各部委积极制定各项政策支持小微、民企融资，包括定向降准、相关利息税收减免、降低小微贷款资本消耗等等，以引导银行加大对小微、民企的支持力度。

图表 12: 18 年以来，“基建补短板”逆周期政策不断落地

时间	文件、会议、部门	重点内容
2018.10.31.	国务院《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	明确要加大基建补短板的基调，并制定了基建未来发力的四大原则（聚焦短板、吸引民间资本、推进在建工程、防范系统风险）和九大领域。
2019.6.10	中办、国办《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	首次允许将专项债资金纳入符合要求的四类项目的资本金范围中（即国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目）。
2019.9.4	国务院常务会议	要求加快专项债使用节奏，聚焦有效投资，重要措施包括： 1) 专项债券要确保9月底前全部发完，10月底前全部拨付到项目上； 2) 扩大使用范围，重点用于铁路、轨道交通、市政等各类基建领域； 3) 明确新增专项债中可用于项目资本金的比例控制在该省份专项债规模的20%左右；
2019.11.27.	财政部预算司	提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元，相当于2019年新增专项债务限额2.15万亿元的47%（具体发行时间未定）。
2019.11.27.	国务院《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》	合理下调了部分项目的资本金最低比例要求： 1) 将港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由25%调整为20%； 2) 公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目，可适当降低项目最低资本金比例（最高可下调5%）。

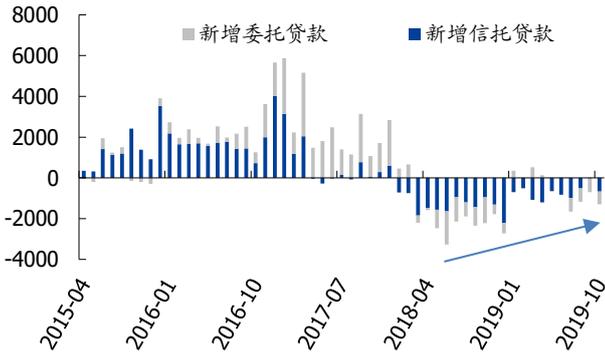
资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

从全行业数据来看，相关政策的成效已开始显现：

1) 投资资产：非标融资保持稳定，地方政府债发行加速。一方面，在720指导意见后，非标处置要求有所放宽，非标融资降幅大幅放缓（委托贷款+信托贷款从最高每月压降3000亿左右下降至当前1000亿左右），缓解了不少项目的融资压力，另一方面地方政府专项债发行明显加码，过去2年保持40%左右的增速，到10月末存量规模已达9.41万亿，根据中债托管数据，预计银行持有其中的70%以上。

2) 信贷资产：小微+基建发力，对公短期+中长期均有所回暖。从总量上看，19年至今金融机构新增对公贷款（不含贴现）共计6.6万亿，已超过18年全年近2000亿，其占新投放贷款的比重也回升到46%。其中上半年小微发力明显，这也是全行业对公短期贷款、票据分别同比多增近6000亿、7900亿的重要原因。下半年随着基建补短板政策不断落地，8-10月对公中长期贷款已连续回暖，合计同比多增3500亿。地方政府专项债的发行力度加大、资本金门槛不断降低，正不断撬动项目融资需求改善，叠加利率下行、资产荒等经营背景，银行业整体作为实体经济的服务部门，已经加大、且未来将持续加大对对公业务、尤其是中长期对公贷款的资源投入。

图表 13: 720 指导意见后, 委托+信托贷款压降幅度收窄 (亿元)



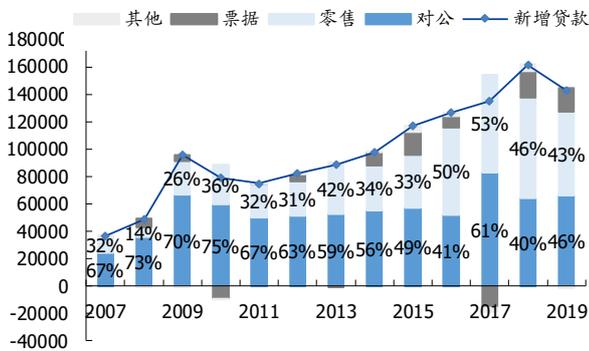
资料来源: Wind 资讯, 央行, 国盛证券研究所

图表 14: 18 年后地方政府专项债发行加速 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 央行, 国盛证券研究所

图表 15: 新增人民币贷款结构 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 央行, 国盛证券研究所

图表 16: 企业贷款同比多增情况 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 央行, 国盛证券研究所

从上市银行的资产摆布来看, 这一趋势更明显: 19H 上市银行贷款新增 5.9 万亿, 增幅 6.8%, 其中对公贷款 (不含贴现) 增 2.8 万亿 (+5.6%), 已超去年全年, 占新增信贷投放的 47%, 其中基建类是主要的投资方向, 上半年相关贷款增加 9000 多亿, 增速高出对公贷款整体 0.3pc, 与此同时非信贷资产中, 政府类债券 (包括国债、地方政府债) 增持 1.7 万亿, 占新增投资类资产的 65%。

图表 17: 上市银行资产摆布情况变化: 19H 相对 2018 年 (亿元)

	2019H			2018		
	新增额	增量占比	增速	新增额	增量占比	增速
生息资产	89,807		5.7%	108,589		7.4%
存放央行	-3,597		-2.2%	-9,208		-5.3%
生息资产 (剔除存放央行)	93,404	100.0%	6.6%	117,797	100.0%	9.1%
贷款	59,197	63.4%	6.8%	83,603	71.0%	10.7%
对公	28,083	30.1%	5.6%	24,613	20.9%	5.2%
基建类	9,025	9.7%	5.9%	12,219	10.4%	8.6%
票据贴现	5,499	5.9%	20.6%	9,249	7.9%	52.8%
个人	24,710	26.5%	7.2%	49,741	42.2%	17.1%
按揭	13,804	14.8%	6.2%	30,180	25.6%	15.6%
消费贷+信用卡	3,499	3.7%	4.6%	17,890	15.2%	30.5%
经营贷及其他	7,408	7.9%	18.1%	2,587	2.2%	6.8%
投资类资产	26,634	28.5%	5.8%	31,167	26.5%	7.3%
债券	24,742	26.5%	6.9%	30,412	25.8%	9.2%
政府债券	17,322	18.5%	7.5%	21,391	18.2%	10.2%
基金	3,539	3.8%	13.2%	8,699	7.4%	68.4%
非标	-2,653	-2.8%	-3.9%	-13,574	-11.5%	-16.1%
同业资产	7,573	8.1%	8.6%	3,027	2.6%	3.6%

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

二、个股群像：假若对公回暖，哪些银行值得关注？

我们深入挖掘了各家银行对公业务的各项指标，并从战略定位、经营特色、客户结构等多维度分类分析各家银行的对公业务的优劣势所在。在此基础上，我们引入了对公业务ROA分析框架，比较各家银行对公业务的综合实力。详细的对公业务指标对比附在最后，以供更全面的进行对比。

2.1 个股概览：哪些银行“对公”业务占比较高？

整体来看，国有大行对公贷款占比较高，且其中基建项目相关的业务占比也较高，城商行、股份行分化较大：

1) 国有大行优质项目资源丰富，对公占比整体较高。信贷角度看，19H 国有大行对公贷款比重较高（整体在 60%以上），其中基建+租赁商务服务业占贷款总额的 30%左右。投资资产角度看，其政府类债券（国债、地方政府专项债等，国债无法单独剔除）占比整体在 15%以上。其中工商银行对公业务占比较高，对公贷款占比达 61%，其中基建类+租赁商务服务业贷款占总资产比重达 33%，为国有大行最高，此外其投资端也持续增配政府类债券，到 19H 占总资产比重达 16%。

2) 股份行中，中信、光大、兴业、华夏银行基建类贷款占比较高，其对公贷款占比分别为 51%、55%、54%、67%，其中基建+租赁及商务服务业贷款占比分别为 20%、21%、21%、27%。此外，兴业银行投资端特色凸显，其政府类债券、非标占总资产比重分别 13%、14%，相比同业较高。

3) 城商行一般与区域经济绑定，基建相关类资产的占比较高。其中对公贷款占比大多在 60%以上，且结构上与大行类似，基建类+租赁商务服务业占贷款总额的 25%左右。但与大行不同的是城商行的非标占总资产比重为 15%，相对较高。其中北京银行、成都银行基建类+租赁及商务服务业贷款占总资产比重分别为 13%、17%，相比同业较高；南京、郑州、长沙主要是非标资产占总资产比重较高，分别为 18%、32%、21%；贵阳、杭州银行不论是基建类贷款、还是非标及地方政府债占比均较高。

图表 18: 19H 上市银行信贷摆布情况 (—表示未披露具体数据)

	占贷款比重				占总资产比重				占比相比18年变动		
	对公贷款	基建	租赁及 商务服 务业	两者合 计	对公贷 款	基建+租 赁及 商务服 务业 贷款	政府债	非标	基建+租 赁及 商务服 务业 贷款	政府债	非标
工商银行	60.9%	25%	8%	33%	33%	18%	16%	0%	-0.4pc	+0.2pc	+0.0pc
建设银行	54.1%	19%	8%	27%	32%	16%	16%	1%	-0.1pc	+0.3pc	-0.6pc
农业银行	60.6%	23%	8%	31%	33%	17%	21%	1%	+0.7pc	+0.1pc	+0.3pc
中国银行	62.1%	17%	13%	30%	35%	17%	16%	0%	+0.1pc	+0.4pc	+0.0pc
交通银行	63.4%	21%	--	21%	33%	11%	17%	2%	+0.1pc	+0.8pc	-0.1pc
邮储银行	35.8%	15%	2%	17%	17%	8%	11%	2%	-0.1pc	+1.0pc	-0.5pc
招商银行	42.4%	12%	3%	15%	25%	9%	10%	5%	-0.1pc	+0.8pc	-1.4pc
中信银行	50.6%	12%	8%	20%	30%	12%	--	8%	+0.1pc	--	+1.2pc
浦发银行	50.3%	10%	7%	17%	28%	9%	10%	9%	-0.4pc	-0.2pc	+1.0pc
民生银行	59.4%	7%	12%	19%	30%	9%	13%	9%	-0.1pc	-1.1pc	+1.0pc
兴业银行	54.1%	12%	9%	21%	25%	10%	13%	14%	+0.8pc	-0.5pc	-3.5pc
光大银行	54.9%	15%	6%	21%	31%	12%	8%	8%	-0.1pc	+0.9pc	-1.9pc
华夏银行	67.4%	13%	14%	27%	40%	16%	14%	6%	-0.6pc	-0.4pc	-1.3pc
平安银行	38.2%	3%	--	3%	22%	1%	12%	6%	-0.3pc	+1.2pc	-0.6pc
北京银行	67.5%	14%	12%	25%	34%	13%	10%	15%	+0.1pc	-0.5pc	+0.1pc
南京银行	68.7%	4%	24%	28%	27%	11%	11%	18%	+0.4pc	-1.8pc	-2.3pc
宁波银行	70.9%	13%	14%	27%	28%	11%	14%	10%	+0.8pc	+0.0pc	-7.2pc
上海银行	62.2%	7%	15%	22%	27%	9%	15%	11%	+0.3pc	+1.2pc	-5.3pc
贵阳银行	78.0%	16%	9%	25%	28%	9%	20%	21%	+0.4pc	-1.8pc	-0.7pc
杭州银行	61.1%	21%	15%	35%	25%	14%	8%	18%	+1.6pc	-1.0pc	+2.2pc
江苏银行	59.0%	10%	14%	23%	28%	11%	12%	16%	+0.2pc	+0.8pc	-2.8pc
成都银行	72.4%	21%	21%	42%	29%	17%	13%	13%	+2.0pc	+0.3pc	+0.5pc
郑州银行	64.5%	7%	4%	12%	24%	4%	6%	32%	+0.3pc	-0.3pc	+2.0pc
长沙银行	59.2%	18%	4%	22%	24%	9%	10%	21%	-0.2pc	-0.3pc	-1.0pc
青岛银行	61.1%	12%	8%	20%	26%	8%	6%	12%	+0.1pc	+0.5pc	-2.8pc
西安银行	65.4%	16%	7%	23%	37%	13%	13%	11%	+0.2pc	+3.5pc	-2.1pc
无锡银行	74.0%	6%	23%	29%	38%	15%	9%	6%	+1.2pc	+1.7pc	+1.4pc
常熟银行	43.3%	6%	4%	10%	25%	6%	11%	6%	-0.1pc	+0.0pc	-0.9pc
江阴银行	71.2%	6%	6%	12%	38%	7%	24%	2%	-0.3pc	+2.9pc	-0.7pc
苏农银行	73.0%	7%	3%	10%	38%	5%	7%	3%	+0.9pc	-0.7pc	-3.0pc
张家港行	60.5%	6%	11%	17%	33%	9%	18%	6%	-0.0pc	-0.4pc	-1.5pc
紫金银行	68.6%	16%	9%	25%	33%	12%	9%	2%	+0.7pc	+1.1pc	-5.3pc
青农商行	70.8%	7%	8%	15%	37%	8%	12%	10%	+1.0pc	+2.9pc	-5.0pc

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

2.2 国有大行: 业务布局相对较为均衡, 其中工行综合服务能力更强

国有大行体量较大, 对公、零售业务均为他们“均衡发展”的一环, 战略层面主要强调资源在对公、零售、金融市场之间均衡调配, 业绩贡献的角度看, 其对公业务营收、利润的贡献度在 45%左右, 较为均衡。

国有大行对公客户以中大型国企央企为主, 整体的资产摆布风格稳健。这类客户的贷款收益率不高 (4.5%左右), 但优势在于:

- A. 创造大量中收: 国有大行对公业务所贡献的手续费及佣金净收入占全行的 40%左右;
- B. 沉淀低成本活期存款: 平均对公活期存款占比为 59%, 四大行的对公存款成本率均在 1.5%左右, 远低于其他类型银行;

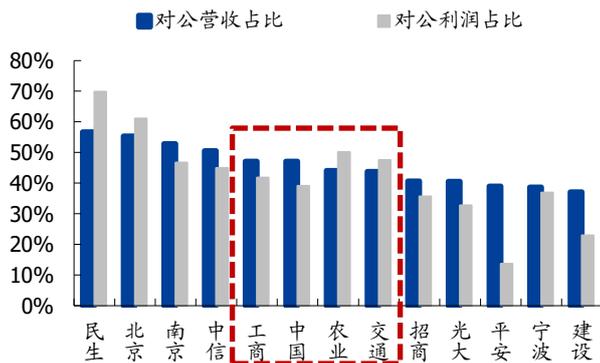
C. 经营效率较高：工、建、农对公业务平均成本收入比仅 20%左右，远低于同业。

综合来看，国有大行中，工行的对公业务相对较强。工行对公 ROA(税前)高达 1.76%，明显高于同业，从 ROA 分解的各项贡献度来看，得益于其优质客户资源佳，其各方面优势都较为突出：

- 1) 利息净收入对 ROA 的贡献度高达 2.96%，主要得益于存款沉淀能力强，其对公活期存款占比高达 57%，带动其对公存款综合成本率仅 1.42%；
 - 2) 手续费及佣金净收入对 ROA 的贡献度高达 1.08%，远高于同业，主要是优质客户的中收创收能力强，其对公业务手续费及佣金净收入占全行比重高达 60.4%；
 - 3) 单客创收能力佳，运营效率高。19H 对公业务的成本收入比不到 20%，老 16 家上市银行中最低，其成本对 ROA 的贡献度 (-0.84%) 优于同业。
- 综合下来，工行对公业务的盈利能力强，PPOP/A 为 3.37%，可比银行最高。

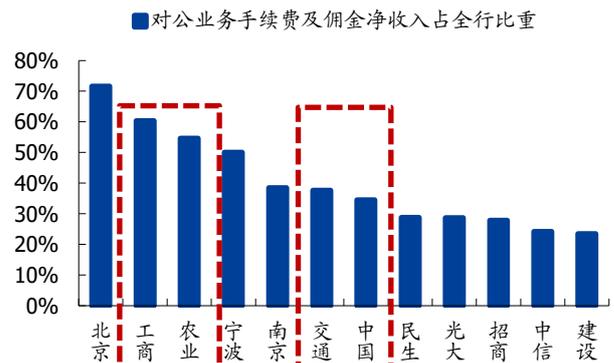
值得注意的是，工行对公资产质量一直稳健、较优，且当前拨备计提力度仍较大。其 19H 对公不良率回落 7bps 至仅 2%，且过去几年核销及转出率仅 35%左右（当年核销及转出/不良贷款余额），不良生成率仅 0.6%左右，处于行业较低水平。但出于审慎角度拨备计提力度较大，信用成本（1.65%）为国有大行最高，若未来对公资产质量持续改善，或将自然减轻其拨备计提压力，带动综合 ROA 更上一个台阶。

图表 19: 国有大行业务占比较为平均 (19H)



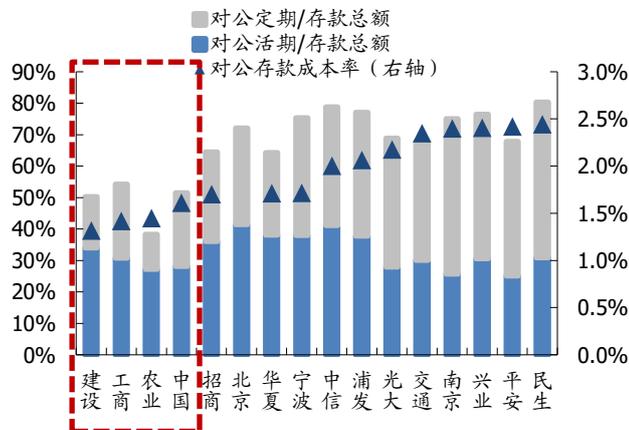
资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

图表 20: 国有大行对公中收贡献度较高 (19H)



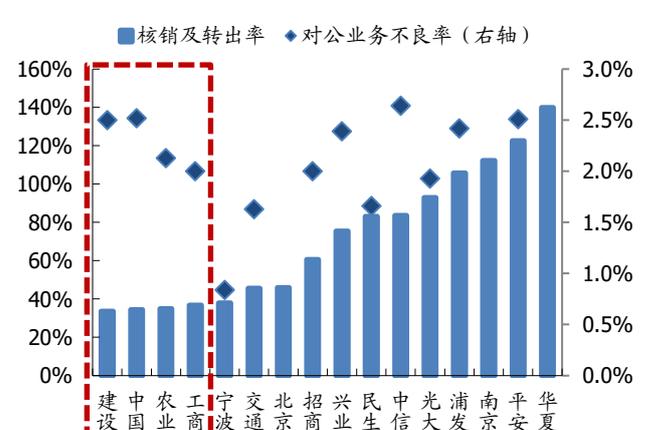
资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

图表 21: 工行对公存款优势较强, 成本率低 (19H)



资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

图表 22: 国有大行对公不良率较高, 但核销及转出率低 (19H)



资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

2.2. 股份行：各具特色，中信、光大银行较优

不同股份行对于对公业务的战略定位，也形成了不同的业务风格。

例如，招行战略上以零售业务为核心，对公业务作为“一体两翼”中的重要一环，主要围绕核心战略客户展开（86%来自大型企业）。抓住这些战略客户，招行承担较低风险的同时（对公不良率仅2.00%，低于大多数股份行），从中获取稳定的综合收益。19H招行对公业务沉淀了3.03万亿的低成本存款（成本率仅1.7%），扣除1.77万亿的对公贷款后，富余的1.2万亿以内部FTP转移定价的方式，用于支撑高收益的零售资产投放，实现效益最大化。招行对公业务ROA高达1.54%，在披露相关数据的股份行中占比最高，市场一定程度上或过度关注其零售业务的光辉，忽略了其对公业务的优势。

我们主要从对公业务的视角切入，筛选出以对公业务为重心，对公业务综合实力较强、或更具特色的银行。

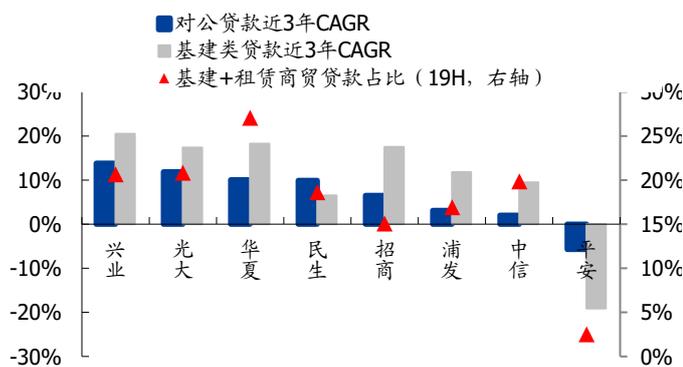
1) 光大银行基建类贷款占比较高，且对公综合实力较强。

1) 基建贷款投放力度较大。过去三年光大银行加大零售贷款投放的同时，其实对公贷款复合年均增速（CAGR）高达12%（股份行中仅次于兴业、民生），也在稳步增长。其中，基建相关贷款投放力度较大，19H基建类贷款占总贷款比重达15%，在股份行中最高，考虑租赁及商业服务业后占比进一步提升至20.8%，若未来基建需求回暖，光大银行将从中充分受益。

2) 对公资产综合盈利能力较强。根据19H数据粗略测算，其对公贷款收益率（5.02%）扣除对公存款成本率（2.17%），以及对公贷款不良率（1.93%）后，其对公贷款的“综合毛利率”为0.92%，同业中居前。

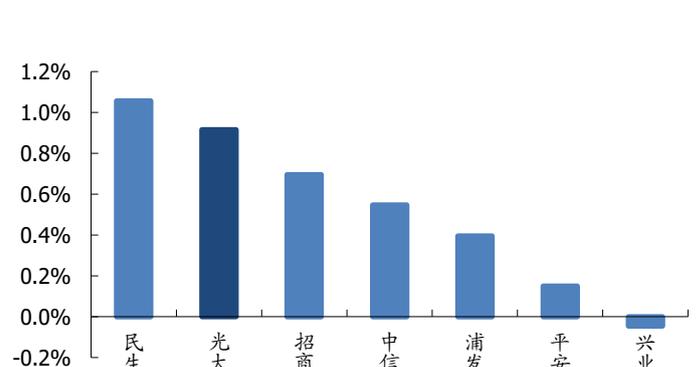
3) 对公资产质量较为稳健。过去几年光大银行加大了不良资产的处置力度（19H核销及转出率提升至93%），并加强了不良认定标准（逾期90天以上贷款已全部纳入不良），总体取得了较好的效果，19H对公不良率较18年末环比下降3bps至仅1.93%，预计未来有望继续保持稳定。

图表 23: 光大银行对公贷款增速较快，且基建类贷款占比较高



资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

图表 24: 股份行对公贷款毛利率对比 (19H)



资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

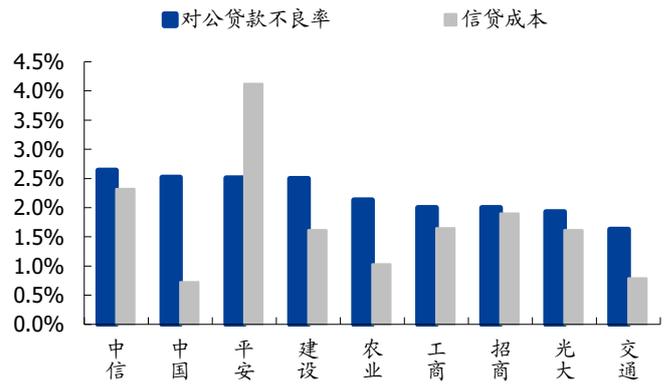
2) 中信银行对公业务综合议价能力强，19H对公存贷利差高达3.19%，可比银行中仅次于华夏银行的3.2%，一方面对公贷款收益率高达5.19%，在可比银行中最高，另一方面其存款成本率仅2%，股份行中仅次于招行和华夏。与此同时，其对公业务的成本收入比仅20%，基本与工行相当。目前资产质量仍是制约中信银行对公业务的核心因素，其19H对公贷款不良率为2.64%，为可比银行最高，仍处于上升趋势中（但升幅已逐年趋缓），对应信用成本高达2.32%，也是可比银行最高，若未来对公资产质量能够出清，其对公业务弹性较好。

图表 25: 大行+股份行对公贷款收益率、存款收益率以及存贷利差



资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

图表 26: 大行+股份行对公贷款不良率、信贷成本 (19H)



资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

2.3. 城商行: 关注区域经济、客户结构

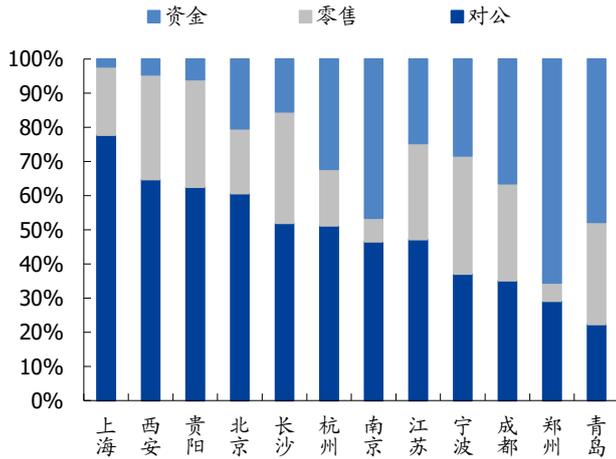
城商行作为区域性银行,基本上都对公业务为主并与当地实体经济深度绑定,上市城商行整体对公贷款、存款占比分别为65%以上,远高于其他类型银行。一般而言,城商行的贷款投向也主要集中在本省或相邻的经济区,如北京银行47.64%的贷款投向北京、天津地区,南京银行94.42%的贷款投向江浙沪地区,因此区域经济的发展情况、对公业务的客户结构,对城商行对公业务开展有着重要的影响。

我们以北京银行为例。北京银行对公营收、利润占比分别高达55%、65%,是标准的以对公客户为主的“城商行”,与此相对,南京银行的优势主要在金融市场业务,其对公、资金业务的利润占比均为47%。北京银行身居京津冀,拥有丰富的对公客户资源,客户结构与大行类似,以大型客户为主,其对公贷款中政府基建类贷款占比达20.5%,高于大多数城商行与股份行,因而综合下来,北京银行对公业务的优势也与大行类似:

- 1) 资产质量相对稳定,虽然没有披露对公贷款的不良情况,但其信用成本一直保持在1%左右(从未超过2%),且不良生成率从未超过1.5%;
- 2) 存款沉淀能力强,虽然没有披露对公存款成本率的情况,但其19H对公活期存款占比高达57.4%,明显高于同业;
- 3) 中收创收能力强,19H北京银行对公业务手续费及佣金净收入占全行的72%,在可比银行中最高;
- 4) 经营效率高:19H其对公业务的成本收入比仅21.87%,可比银行中仅略微高于工行和中信银行。

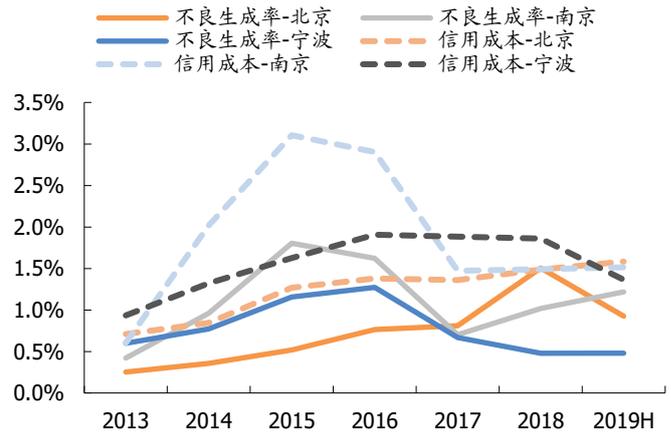
而相比国有大行,北京银行的优势在于拥有城商行的高成长性,过去3年其对公贷款、存款年复合增长率(CAGR)高达17%、11%,明显高于同业。展望未来,需要密切关注环渤海地区经济走势,以及风险出清情况。

图表 27: 城商行对公、零售、资金业务利润总额占比



资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

图表 28: 北京银行对公业务信用成本, 不良生成率相对稳定



资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

2.4 假如未来对公业务持续回暖, 哪些银行更值得关注?

综合来看, 在逆周期政策不断加码的背景下, 2020 年以基建为首的对公需求有望继续回暖, 在这种情况下 我们主要从两个维度入手筛选标的:

1) 对公业务较强, 且业务占比 (尤其是基建类占比) 较高的银行。招行虽然对公业务也很强, 但其零售优势更突出, 依旧应以零售银行的思维方式来评估其投资价值;

2) 估值被明显低估、且业务稳健的银行。因为中长期看, 我们依然坚定看好公司治理优异、零售基础扎实的优质银行, 其商业模式也更符合经济发展阶段。我们主要是结合其资源禀赋、公司治理综合能力、对公业务盈利能力、资产质量等因素, 筛选出相对稳健的标的, 期待其在 2020 年对公业务回暖所带来的估值修复的机会。

整体看, 工商银行对公业务综合实力最佳, 项目资源丰富, 若对公业务持续回暖工行将充分受益。从投资的角度来看, 其 19PB 仅为 0.84x, 基本为历史最低水平, 而过去几年分红稳定 (分红率在 30%左右), 股息率高达%, 投资价值较好。

此外, 股份行中的中信、光大值得关注。其 19PB 分别 0.70x、0.72x, 均为近三年最低水平, 对应隐含不良率分别高达 12.95%、12.83% (而 19H 实际不良率分别为 1.72%、1.57%)。两家银行基建类贷款占比相对较高, 且对公业务综合能力也在各类银行中较强。此外, 浦发银行对公业务资产质量改善趋势在股份行中较好, 而兴业银行投资端能力最强。

图表 29: 上市银行对公业务主要核心指标 (19H, 精简版, “--”表示未披露)

	估值 19PB	综合盈利能力						贷款结构及资产质量					存款情况			
		ROA	PPOP/A	对公贷款毛利率	成本收入比	手续费净收入占全行比重	信用成本	对公贷款占比	基建+租赁商贸贷款占比	对公贷款收益率	对公贷款不良率	核销及转出率	对公存款占比	对公存款近三年增速	对公存款成本率	活期占比
工商	0.84	1.8%	3.4%	1.1%	20%	60%	1.6%	61%	33%	4.5%	2.0%	26%	80%	11.5%	1.4%	57%
建设	0.87	1.1%	2.7%	0.6%	21%	23%	1.6%	54%	27%	4.4%	2.5%	23%	87%	5.1%	1.3%	68%
农业	0.73	2.0%	3.0%	0.9%	23%	55%	1.0%	61%	31%	4.5%	2.1%	27%	112%	9.4%	1.4%	71%
中国	0.65	1.5%	2.1%	0.4%	34%	34%	0.7%	62%	30%	4.5%	2.5%	27%	98%	7.0%	1.6%	55%
交通	0.60	1.4%	2.2%	0.7%	31%	38%	0.8%	63%	21%	4.7%	1.6%	40%	79%	10.4%	2.4%	44%
邮储	0.80	0.5%	2.0%	2.5%	22%	4%	2.0%	36%	17%	4.4%	0.7%	19%	143%	3.8%	2.4%	68%
招商	1.61	1.5%	2.7%	0.7%	28%	28%	1.9%	42%	15%	4.4%	2.0%	32%	61%	7.7%	1.7%	56%
中信	0.67	1.3%	3.2%	0.5%	20%	24%	2.3%	51%	20%	5.2%	2.6%	98%	61%	1.0%	2.0%	52%
浦发	0.72	--	--	0.4%	--	--	--	50%	17%	4.9%	2.4%	112%	66%	9.5%	2.1%	49%
民生	0.61	1.3%	1.3%	1.1%	--	29%	--	59%	19%	5.2%	1.7%	73%	69%	3.6%	2.4%	38%
兴业	0.81	--	--	0.0%	--	--	--	54%	21%	4.8%	2.4%	53%	63%	11.3%	2.4%	40%
光大	0.71	0.9%	2.1%	0.9%	29%	29%	1.6%	55%	21%	5.0%	1.9%	93%	71%	8.2%	2.2%	41%
华夏	0.53	--	--	--	--	--	--	67%	27%	4.9%	--	217%	111%	4.6%	1.7%	59%
平安	1.10	0.4%	2.5%	0.1%	28%	--	4.1%	38%	3%	5.1%	2.5%	139%	50%	8.9%	2.4%	37%
北京	0.61	1.9%	2.7%	--	22%	72%	1.0%	67%	25%	--	--	35%	84%	10.7%	--	57%
南京	0.92	1.9%	1.9%	--	--	39%	--	69%	28%	5.4%	--	38%	58%	8.7%	2.4%	34%
宁波	1.86	1.7%	2.7%	2.7%	31%	50%	1.0%	71%	27%	5.2%	0.8%	10%	58%	14.1%	1.7%	50%
上海	0.83	1.0%	1.7%	1.3%	17%	58%	2.0%	62%	22%	4.9%	1.5%	39%	73%	20.3%	2.1%	47%
贵阳	0.93	1.9%	3.3%	--	19%	20%	1.9%	78%	25%	5.8%	--	28%	69%	3.5%	2.0%	58%
杭州	0.85	1.3%	--	--	--	10%	--	61%	35%	--	1.8%	35%	54%	20.2%	--	54%
江苏	0.72	1.1%	2.6%	--	27%	62%	2.1%	59%	23%	--	--	22%	75%	11.4%	--	43%
成都	0.87	1.0%	2.8%	2.1%	25%	11%	2.2%	72%	42%	5.2%	1.7%	24%	63%	15.4%	1.4%	70%
郑州	0.83	1.1%	2.2%	0.2%	30%	26%	1.5%	64%	12%	5.8%	2.9%	11%	70%	8.7%	2.7%	52%
长沙	0.87	1.9%	3.3%	--	29%	25%	1.8%	59%	22%	6.1%	--	25%	59%	7.2%	1.8%	57%
青岛	1.15	0.7%	2.9%	1.5%	27%	21%	3.1%	61%	20%	5.1%	2.1%	87%	71%	13.4%	1.5%	58%
西安	1.23	2.3%	3.3%	2.5%	25%	86%	0.9%	65%	23%	5.2%	1.2%	7%	101%	8.8%	1.5%	72%

资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

图表 30: 国有大行+股份行对公业务主要指标一览 (19H)

	工商	建设	农业	中国	交通	邮储	招商	中信	浦发	民生	兴业	光大	华夏	平安
对公业务ROA分解														
ROA	0.76%	1.13%	1.99%	1.48%	1.41%	0.53%	1.54%	1.32%	--	1.35%	--	0.90%	--	0.36%
PPOP/A	3.37%	2.72%	3.00%	2.14%	2.16%	1.98%	2.68%	3.21%	--	--	--	2.14%	--	2.52%
利息净收入	2.96%	3.03%	3.12%	2.34%	2.18%	2.50%	2.54%	3.33%	--	1.51%	--	2.52%	--	2.25%
外部利息净收入	2.89%	2.40%	3.07%	1.95%	1.55%	3.42%	0.83%	2.21%	--	1.28%	--	1.42%	--	--
内部利息净收入	0.07%	0.63%	0.05%	0.39%	0.63%	0.92%	1.71%	1.13%	--	0.23%	--	1.10%	--	--
非息收入	1.25%	0.42%	0.76%	0.90%	0.94%	0.04%	1.20%	0.68%	--	1.00%	--	0.47%	--	1.22%
手续费及佣金净收入	1.08%	0.46%	0.76%	0.43%	0.53%	0.04%	0.72%	0.58%	--	0.40%	--	0.41%	--	--
其他非息收入	0.17%	-0.04%	0.00%	0.47%	0.42%	0.01%	0.48%	0.10%	--	0.60%	--	0.06%	--	--
成本	-0.84%	-0.73%	-0.89%	-1.10%	-0.96%	-0.56%	-1.06%	-0.81%	--	--	--	-0.86%	--	-0.96%
拨备	-1.61%	-1.59%	-1.01%	-0.66%	-0.75%	-1.46%	-1.14%	-1.89%	--	--	--	-1.24%	--	-2.16%
对公贷款毛利率	1.09%	0.57%	0.91%	0.37%	0.70%	2.50%	0.70%	0.55%	0.40%	1.06%	-0.05%	0.92%	--	0.15%
对公业务占比														
营收占比	47%	37%	44%	47%	44%	20%	41%	51%	--	57%	--	41%	--	39%
利润占比	42%	23%	50%	39%	48%	15%	36%	45%	--	70%	--	33%	--	14%
对公贷款占比	61%	54%	61%	62%	63%	36%	42%	51%	50%	59%	54%	55%	67%	38%
对公存款占比	54%	50%	38%	51%	68%	13%	64%	79%	77%	80%	76%	69%	64%	68%
估值														
19PB	0.84	0.87	0.73	0.65	0.60	--	1.61	0.67	0.72	0.61	0.81	0.71	0.53	1.10
过去三年平均PB	0.97	1.02	0.90	0.80	0.75	--	1.59	0.84	0.90	0.80	0.93	0.79	0.77	1.00
19PB相比近3年最低	1.1%	2.2%	新低	新低	新低	--	43.2%	新低	6.5%	新低	13.0%	6.8%	新低	47.3%
19PB相比行业折溢价	-8%	-5%	-20%	-28%	-34%	--	76%	-27%	-21%	-33%	-11%	-22%	-42%	21%
ROE	14.3%	15.1%	14.4%	13.0%	11.7%	11.0%	19.2%	12.6%	13.8%	14.2%	15.6%	13.2%	9.8%	12.9%
资产端、资产质量、中收														
对公贷款收益率	4.51%	4.39%	4.49%	4.50%	4.68%	4.39%	4.40%	5.19%	4.88%	5.16%	4.75%	5.02%	4.91%	5.08%
对公贷款近3年增速	8%	6%	13%	9%	6%	19%	7%	2%	3%	13%	14%	12%	10%	-6%
对公贷款不良率	2.00%	2.50%	2.13%	2.52%	1.63%	0.70%	2.00%	2.64%	2.42%	1.66%	2.39%	1.93%	--	2.51%
信用成本	1.65%	1.62%	0.98%	0.70%	0.79%	2.03%	1.90%	2.32%	--	--	--	1.62%	--	4.12%
核销及转出率	37%	34%	35%	34%	45%	19%	61%	84%	106%	83%	75%	93%	140%	123%
手续费净收入占全行比重	60%	23%	55%	34%	38%	4%	28%	24%	--	29%	--	29%	--	--
对公贷款结构(占总贷款比重)														
租赁及商业服务	8%	8%	8%	13%	--	2%	3%	8%	7%	12%	9%	6%	14%	--
基建类	25%	19%	23%	17%	21%	15%	12%	12%	10%	17%	12%	15%	13%	3%
房地产及建筑业	7%	7%	8%	10%	8%	4%	10%	10%	12%	17%	11%	11%	14%	12%
采矿业	1%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	--	2%	4%	2%	--	2%	2%
批发与零售业	4%	3%	3%	--	5%	2%	4%	4%	4%	5%	7%	4%	9%	--
制造业	10%	9%	10%	13%	12%	6%	6%	7%	9%	9%	11%	10%	11%	5%
对公贷款分行业不良														
租赁及商业服务	0.63%	0.66%	1.58%	--	--	0.11%	2.85%	1.12%	0.36%	0.81%	0.47%	--	--	--
基建、政府类	0.46%	1.18%	0.67%	--	--	0.04%	0.76%	0.71%	0.49%	1.67%	0.75%	0.69%	--	2.83%
房地产及建筑业	1.73%	1.38%	1.47%	--	--	0.03%	0.67%	1.16%	0.97%	0.40%	1.28%	0.42%	--	1.03%
采矿业	3.13%	4.82%	2.91%	--	--	0.11%	5.60%	--	4.91%	2.06%	2.94%	--	--	2.45%
批发与零售业	9.31%	5.65%	6.73%	--	--	4.14%	2.72%	8.07%	7.09%	2.89%	6.86%	5.76%	--	7.87%
制造业	5.82%	7.20%	4.62%	--	--	2.10%	6.57%	7.50%	6.37%	4.47%	3.49%	5.64%	--	6.16%
负债端与成本														
对公存款占比	54%	50%	38%	51%	68%	13%	64%	79%	77%	80%	76%	69%	64%	68%
对公存贷比	80%	87%	112%	98%	79%	143%	61%	61%	66%	69%	63%	71%	111%	50%
对公存款近3年增速	12%	5%	9%	7%	10%	4%	8%	1%	9%	4%	11%	8%	5%	9%
对公存款成本率	1.42%	1.32%	1.45%	1.61%	2.35%	2.42%	1.70%	2.00%	2.06%	2.44%	2.41%	2.17%	1.71%	2.42%
对公存款结构														
活期占比	57%	68%	71%	55%	44%	68%	56%	52%	49%	38%	40%	41%	59%	37%
定期占比	43%	32%	29%	45%	56%	32%	44%	48%	51%	62%	60%	59%	41%	63%
活期近3年增速	12%	7%	10%	8%	2%	3%	7%	-1%	5%	-3%	6%	9%	5%	-3%
定期近3年增速	10%	1%	7%	6%	19%	5%	9%	3%	14%	9%	15%	7%	3%	19%
成本收入比	20%	21%	23%	34%	31%	22%	28%	20%	--	--	--	29%	--	28%

资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

注: 农行、建行、邮储银行18年IFRS9后贷款减值准备核销及转出数据未披露, 我们根据贷款减值准备的变动简单测算。

图表 31: 城商行对公业务主要指标一览 (19H)

	北京	南京	宁波	上海	贵阳	杭州	江苏	成都	郑州	长沙	青岛	西安
对公业务ROA分解												
ROA	1.85%	1.92%	1.74%	1.04%	1.85%	1.26%	1.08%	1.04%	1.12%	1.93%	0.66%	2.33%
PPOP/A	2.71%	1.92%	2.69%	1.66%	3.29%	--	2.64%	2.78%	2.16%	3.27%	2.87%	3.31%
利息净收入	2.72%	3.62%	3.09%	0.98%	3.97%	3.62%	3.10%	3.67%	2.76%	4.38%	3.71%	3.85%
外部利息净收入	1.88%	0.55%	--	0.92%	2.67%	3.20%	2.60%	2.48%	2.20%	2.51%	2.80%	3.87%
内部利息净收入	0.84%	3.07%	--	0.07%	1.30%	0.42%	0.50%	1.19%	0.56%	1.87%	0.90%	-0.02%
非息收入	0.75%	0.68%	0.82%	1.01%	0.10%	0.09%	0.50%	0.03%	0.31%	0.26%	0.21%	0.57%
手续费及佣金净收入	0.73%	0.41%	1.11%	0.22%	0.10%	0.06%	0.47%	0.02%	0.26%	0.25%	0.20%	0.56%
其他非息收入	0.02%	0.27%	-0.29%	0.79%	--	0.03%	0.03%	0.01%	0.05%	0.01%	0.01%	0.01%
成本	-0.76%	--	-1.22%	-0.34%	-0.78%	--	-0.96%	-0.92%	-0.91%	-1.37%	-1.05%	-1.11%
拨备	-0.86%	--	-0.95%	-0.62%	-1.44%	--	-1.56%	-1.74%	-1.04%	-1.35%	-2.21%	-0.98%
对公贷款毛利率	--	--	2.68%	1.34%	--	--	--	2.13%	0.16%	--	1.52%	2.53%
对公业务占比												
营收占比	55%	53%	39%	72%	57%	49%	62%	56%	39%	51%	52%	58%
利润占比	61%	47%	37%	78%	62%	43%	47%	35%	29%	52%	21%	64%
对公贷款占比	67%	69%	71%	62%	78%	61%	59%	72%	64%	59%	61%	65%
对公存款占比	72%	75%	75%	69%	67%	77%	65%	65%	59%	65%	68%	58%
估值												
19PB	0.61	0.92	1.86	0.83	0.93	0.85	0.72	0.87	0.83	0.87	1.15	1.23
过去三年平均PB	0.93	1.18	1.78	1.07	1.49	1.16	1.10	1.21	1.13	1.12	1.55	1.86
19PB相比近3年最低	新低	10.6%	31.0%	新低	7.2%	3.4%	4.9%	新低	新低	新低	新低	新低
19PB相比行业溢价	-33%	1%	104%	-9%	2%	-7%	-21%	-4%	-9%	-5%	27%	35%
ROE	13.0%	17.9%	19.3%	14.7%	18.4%	14.2%	14.8%	16.3%	15.8%	17.2%	9.8%	12.1%
资产端、资产质量、中收												
对公贷款收益率	--	5.43%	5.24%	4.94%	5.84%	--	--	5.19%	5.76%	6.07%	5.13%	5.17%
对公贷款近3年增速	17%	15%	26%	21%	30%	21%	12%	21%	15%	19%	18%	7%
对公贷款不良率	--	--	0.84%	1.48%	--	1.80%	--	1.67%	2.87%	--	2.07%	1.19%
信用成本	1.00%	--	0.97%	2.04%	1.94%	--	2.14%	2.24%	1.46%	1.83%	3.14%	0.95%
核销及转出率	46%	112%	38%	77%	52%	47%	25%	38%	13%	44%	102%	11%
手续费净收入占全行比重	72%	39%	50%	58%	20%	10%	62%	11%	26%	25%	21%	86%
对公贷款结构 (占比)												
租赁及商业服务	12%	24%	14%	15%	9%	15%	14%	21%	4%	4%	8%	7%
基建类	14%	4%	13%	7%	16%	21%	10%	21%	7%	18%	12%	16%
房地产及建筑业	15%	5%	11%	21%	29%	9%	9%	15%	19%	15%	18%	18%
采矿业	1%	--	--	1%	1%	--	--	1%	--	1%	--	3%
批发与零售业	8%	11%	--	5%	6%	5%	8%	3%	19%	8%	8%	10%
制造业	10%	8%	17%	6%	6%	7%	13%	6%	9%	7%	13%	7%
对公贷款分行业不良												
租赁及商业服务	--	--	0.09%	0.23%	--	1.83%	--	0.06%	0.70%	--	0.06%	--
基建、政府类	--	--	0.17%	0.02%	--	0.02%	--	0.03%	0.20%	--	0.03%	--
房地产及建筑业	--	--	0.70%	0.29%	--	1.48%	--	2.27%	0.20%	--	0.68%	--
采矿业	--	--	--	--	0.27%	--	--	7.46%	4.75%	--	--	--
批发与零售业	--	--	1.23%	10.0%	4.04%	4.53%	--	10.1%	3.57%	--	2.64%	--
制造业	--	--	1.19%	3.94%	1.18%	4.16%	--	6.13%	11.3%	--	7.61%	--
负债端与成本												
对公存款占比	72%	75%	75%	69%	67%	77%	65%	65%	59%	65%	68%	58%
对公存贷比	84%	58%	58%	73%	69%	54%	75%	63%	70%	59%	71%	101%
对公存款近三年增速	11%	9%	14%	20%	4%	20%	11%	15%	9%	7%	13%	9%
对公存款成本率	--	2.40%	1.72%	2.12%	1.95%	--	--	1.39%	2.73%	1.79%	1.54%	1.45%
对公存款结构												
活期占比	57%	34%	50%	47%	58%	54%	43%	70%	52%	57%	58%	72%
定期占比	43%	66%	50%	53%	42%	46%	57%	30%	48%	43%	42%	28%
活期近3年增速	8%	3%	9%	9%	-5%	14%	2%	17%	4%	2%	12%	5%
定期近3年增速	14%	12%	20%	34%	20%	29%	21%	12%	15%	15%	15%	21%
成本收入比	22%	--	31%	17%	19%	--	27%	25%	30%	29%	27%	25%

资料来源: Wind 资讯, 公司财报, 国盛证券研究所

图表 32: 13 年以来, 各家银行对公业务资产质量出清情况 (亿元)

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
工商银行	新增对公贷款	7,139	5,661	2,570	2,711	7,962	4,820	4,872
	新增对公不良额	123	190	430	246	160	188	37
	对公不良率	1.04%	1.21%	1.72%	1.96%	1.97%	2.07%	2.00%
	对公信用成本	0.41%	0.55%	0.83%	0.91%	1.28%	1.43%	1.65%
	不良生成率	0.40%	0.70%	1.05%	0.89%	0.62%	0.80%	0.64%
	核销及转出率	18%	31%	34%	35%	33%	46%	37%
	拨备覆盖率	257%	207%	156%	137%	154%	176%	192%
	不良/逾期	70%	59%	54%	61%	77%	87%	88%
	不良/逾期90天	117%	108%	110%	109%	124%	131%	130%
建设银行	新增对公贷款	6,727	3,954	1,555	3,309	6,639	-94	3,655
	新增对公不良额	89	194	483	81	137	32	18
	对公不良率	1.42%	1.66%	2.50%	2.60%	2.58%	2.60%	2.50%
	对公信用成本	0.56%	0.74%	1.36%	1.28%	1.48%	1.61%	1.62%
	不良生成率	0.36%	0.74%	1.53%	0.81%	0.66%	0.55%	0.61%
	核销及转出率	20%	32%	56%	40%	34%	34%	34%
	拨备覆盖率	268%	222%	151%	150%	171%	208%	218%
	不良/逾期	98%	85%	96%	100%	116%	114%	100%
	不良/逾期90天	138%	144%	162%	147%	171%	166%	149%
农业银行	新增对公贷款	4,184	4,858	3,015	-150	7,239	3,652	5,882
	新增对公不良额	-12	316	744	113	-324	-18	-39
	对公不良率	1.51%	2.00%	3.30%	3.52%	2.54%	2.37%	2.13%
	对公信用成本	0.48%	1.07%	1.40%	0.96%	1.50%	2.04%	1.03%
	不良生成率	0.18%	0.92%	1.60%	1.13%	0.59%	0.74%	0.47%
	核销及转出率	11%	23%	19%	36%	49%	39%	35%
	拨备覆盖率	367%	287%	189%	173%	208%	252%	278%
	不良/逾期	87%	75%	76%	84%	87%	94%	95%
	不良/逾期90天	134%	134%	118%	118%	146%	154%	152%
中国银行	新增对公贷款	4,971	5,092	2,858	1,648	5,218	3,290	3,816
	新增对公不良额	40	230	234	107	136	55	77
	对公不良率	1.09%	1.36%	1.66%	1.77%	1.86%	2.54%	2.52%
	对公信用成本	0.32%	0.66%	0.71%	1.06%	1.15%	1.28%	0.72%
	不良生成率	0.25%	0.70%	0.89%	0.74%	0.83%	0.87%	0.66%
	核销及转出率	12%	26%	35%	36%	44%	55%	34%
	拨备覆盖率	229%	188%	153%	163%	159%	182%	178%
	不良/逾期	83%	80%	73%	68%	78%	76%	98%
	不良/逾期90天	136%	149%	123%	130%	126%	123%	136%
交通银行	新增对公贷款	1,736	342	1,224	1,789	1,179	1,538	1,924
	新增对公不良额	33	88	102	38	29	62	-4
	对公不良率	1.00%	1.33%	1.62%	1.65%	1.67%	1.78%	1.63%
	对公信用成本	0.50%	0.60%	0.85%	0.92%	0.97%	1.00%	0.79%
	不良生成率	0.68%	0.78%	0.87%	0.76%	0.62%	1.18%	0.83%
	核销及转出率	37%	39%	30%	36%	31%	71%	45%
	拨备覆盖率	214%	179%	156%	151%	153%	173%	174%
	不良/逾期	74%	53%	50%	58%	68%	81%	81%
	不良/逾期90天	108%	96%	61%	72%	88%	115%	116%
招商银行	新增对公贷款	1,730	1,418	402	588	973	1,101	600
	新增对公不良额	49	72	139	114	-42	-38	-11
	对公不良率	1.00%	1.39%	2.28%	2.92%	2.50%	2.13%	2.00%
	对公信用成本	0.36%	1.66%	2.69%	3.14%	2.47%	2.22%	1.90%
	不良生成率	0.46%	1.12%	2.30%	1.96%	0.63%	0.68%	0.80%
	核销及转出率	12%	53%	81%	68%	42%	49%	61%
	拨备覆盖率	266%	233%	179%	180%	262%	358%	394%
	不良/逾期	56%	53%	59%	87%	93%	86%	79%
	不良/逾期90天	115%	111%	105%	128%	126%	127%	124%
中信银行	新增对公贷款	1,826	1,295	2,021	789	116	233	588
	新增对公不良额	54	64	52	99	43	69	22
	对公不良率	1.14%	1.46%	1.59%	2.05%	2.27%	2.61%	2.64%
	对公信用成本	0.58%	1.13%	2.16%	2.45%	2.41%	2.26%	2.32%
	不良生成率	0.79%	1.04%	1.54%	1.71%	1.42%	1.57%	1.65%
	核销及转出率	27%	41%	73%	63%	67%	73%	84%
	拨备覆盖率	207%	181%	168%	156%	169%	158%	165%
	不良/逾期	56%	37%	48%	52%	59%	66%	66%
	不良/逾期90天	99%	86%	95%	84%	91%	108%	113%
浦发银行	新增对公贷款	1,595	1,800	764	1,352	865	-20	523
	新增对公不良额	31	71	96	141	127	-49	-39
	对公不良率	0.79%	1.16%	1.71%	2.39%	2.98%	2.71%	2.42%
	对公信用成本	1.04%	1.69%	2.49%	2.95%	3.12%	3.33%	4.01%
	不良生成率	0.55%	1.03%	1.48%	2.24%	2.45%	1.89%	2.01%
	核销及转出率	34%	45%	47%	64%	75%	90%	106%
	拨备覆盖率	320%	249%	211%	169%	132%	155%	157%
	不良/逾期	57%	56%	59%	63%	77%	80%	75%
	不良/逾期90天	68%	67%	77%	83%	116%	118%	124%
民生银行	新增对公贷款	321	1,957	1,099	1,539	2,210	1,138	363
	新增对公不良额	99	40	57	25	36	24	11
	对公不良率	1.06%	1.24%	1.59%	1.59%	1.59%	1.63%	1.66%
	对公信用成本	1.41%	2.05%	2.93%	3.14%	2.27%	2.77%	3.37%
	不良生成率	1.03%	1.58%	1.82%	1.80%	1.19%	2.13%	1.63%
	核销及转出率	85%	81%	65%	68%	48%	108%	83%
	拨备覆盖率	260%	182%	154%	155%	134%	134%	142%
	不良/逾期	49%	43%	41%	48%	54%	68%	74%
	不良/逾期90天	128%	92%	67%	66%	74%	103%	105%

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H	
兴业银行	新增对公贷款	766	1,909	179	737	2,110	1,258	1,502
	新增对公不良额	41	61	71	58	40	73	34
	对公不良率	0.85%	1.23%	1.80%	2.16%	2.12%	2.40%	2.39%
	对公信用成本	1.91%	2.39%	3.81%	4.15%	2.58%	3.00%	3.46%
	不良生成率	0.77%	1.39%	2.16%	2.10%	1.24%	1.30%	1.61%
	核销及转出率	43%	67%	100%	84%	56%	61%	75%
	拨备覆盖率	352%	250%	210%	211%	212%	207%	194%
	不良/逾期	72%	49%	53%	77%	100%	78%	78%
不良/逾期90天	124%	107%	96%	127%	156%	127%	121%	
光大银行	新增对公贷款	624	587	972	1,586	1,037	1,530	920
	新增对公不良额	17	42	73	22	14	33	14
	对公不良率	1.01%	1.46%	2.10%	1.99%	1.93%	1.96%	1.93%
	对公信用成本	0.35%	0.92%	1.73%	1.79%	1.22%	1.76%	1.62%
	不良生成率	0.81%	0.98%	1.39%	1.37%	0.87%	1.52%	1.75%
	核销及转出率	58%	38%	38%	57%	37%	68%	93%
	拨备覆盖率	241%	181%	156%	152%	158%	176%	178%
	不良/逾期	47%	34%	39%	56%	65%	67%	60%
不良/逾期90天	118%	84%	69%	80%	97%	118%	113%	
华夏银行	新增对公贷款	583	817	799	1,067	1,109	882	564
	新增对公不良额	0.57%	0.88%	1.13%	1.56%	1.76%	1.92%	2.62%
	对公不良率	0.36%	0.80%	1.20%	1.11%	1.14%	0.98%	3.19%
	对公信用成本	20%	37%	32%	38%	39%	37%	140%
	不良生成率	302%	233%	167%	159%	157%	159%	145%
	核销及转出率	56%	45%	38%	35%	44%	54%	73%
	拨备覆盖率	100%	97%	50%	44%	52%	68%	105%
	不良/逾期	248	1,180	1,340	1,587	-796	-386	-71
不良/逾期90天	-19	0	34	92	14	69	-44	
平安银行	新增对公不良额	0.98%	0.79%	1.10%	1.90%	2.25%	2.82%	2.51%
	对公不良率	0.89%	1.09%	3.25%	4.45%	3.65%	3.96%	4.12%
	对公信用成本	0.65%	1.42%	3.00%	3.61%	2.91%	2.95%	2.14%
	不良生成率	53%	87%	134%	139%	137%	133%	123%
	核销及转出率	201%	201%	166%	155%	151%	155%	183%
	拨备覆盖率	28%	23%	31%	42%	48%	67%	67%
	不良/逾期	45%	36%	52%	63%	70%	103%	107%
	不良/逾期90天	617	530	495	579	1,372	1,273	336
北京银行	新增对公贷款	0.49%	0.70%	1.14%	0.94%	1.59%	1.79%	1.00%
	新增对公不良额	0.25%	0.36%	0.52%	0.76%	0.81%	1.36%	0.92%
	对公不良率	10%	2%	7%	28%	40%	61%	46%
	对公信用成本	386%	324%	278%	256%	266%	218%	213%
	不良生成率	98%	65%	74%	57%	65%	74%	72%
	核销及转出率	127%	111%	108%	133%	96%	108%	127%
	拨备覆盖率	165	200	631	583	316	466	325
	不良/逾期	9	6	-1	12	4	-3	5
南京银行	新增对公不良额	0.72%	1.02%	0.64%	0.97%	0.99%	0.76%	0.83%
	对公不良率	0.75%	2.53%	3.90%	3.67%	1.93%	2.06%	2.18%
	对公信用成本	0.42%	0.96%	1.80%	1.62%	0.70%	0.91%	1.22%
	不良生成率	20%	66%	130%	113%	56%	71%	112%
	核销及转出率	299%	326%	431%	457%	463%	463%	416%
	拨备覆盖率	89%	66%	62%	51%	66%	67%	61%
	不良/逾期	127%	118%	103%	83%	89%	106%	105%
	不良/逾期90天	111	130	140	445	301	307	261
宁波银行	新增对公贷款	4	3	5	4	1	5	3
	新增对公不良额	0.89%	0.89%	0.92%	0.91%	0.82%	0.78%	0.78%
	对公不良率	1.13%	1.65%	2.23%	2.48%	1.62%	0.91%	1.17%
	对公信用成本	0.60%	0.77%	1.16%	1.27%	0.67%	0.42%	0.48%
	不良生成率	30%	53%	82%	103%	68%	34%	38%
	核销及转出率	255%	285%	309%	351%	493%	522%	522%
	拨备覆盖率	89%	46%	53%	79%	105%	88%	85%
	不良/逾期	120%	88%	85%	121%	128%	121%	104%
不良/逾期90天								

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

风险提示

- 1、宏观经济加速恶化，负面影响银行对公客户的经营状况，带来对公资产质量大幅恶化；
- 2、利率市场化推进超预期，尤其是大型企业客户贷款收益率大幅下降对银行息差造成负面影响；
- 3、金融监管超预期，影响银行表内外资产扩张节奏；
- 4、风险分类管理办法落地，或使银行进一步加大不良贷款的确力度。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com