国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

资产质量大摸底：预期与真相

行业评级：中性

证券研究报告 2016年9月22日

国泰君安证券 银行研究团队
邱冠华 王剑 赵欣茹 张宇

请参阅附注风险提示

投资要点

行业评级:中性

1 研究框架：不良率真相

- 虽然很难识别所谓的真实不良率，但影响股价的是预期不良率的变化。而投资者又是基于不良的历史趋势，以及对未来宏观形势和信用市场流动性的预期，间接形成对未来不良率的预期。宏观经济形势和信用市场的流动性成为了不良率的两个影子指标。

2 生成情况：早暴露，早处置，早见顶

- 我们认为在无其他变量干预情况下，中国不良率将在2020年之后见顶回落。其中长三角地区的信贷资产质量已经度过了最糟糕的时期，预计在未来1年左右将企稳。中西部重化工业、资源型行业由于企业规模较大、国企偏多，出清速度慢，不良资产可能要耗时5年以上方能出清。

3 处置情况：监管指标与盈利水平的权衡

- 银行加大处置力度，最根本的原因是将不良贷款维持在可控范围内。此外，再去兼顾拨贷比、拨备覆盖率，目前拨备覆盖率已经成为强约束指标。部分商业银行要想保持2016年利润正增长，可能需要降低拨备覆盖率150%的监管要求。

目录

壹 研究框架：不良率真相

贰 生成情况：早暴露，早处置，早见顶

叁 处置情况：监管指标与盈利水平的权衡

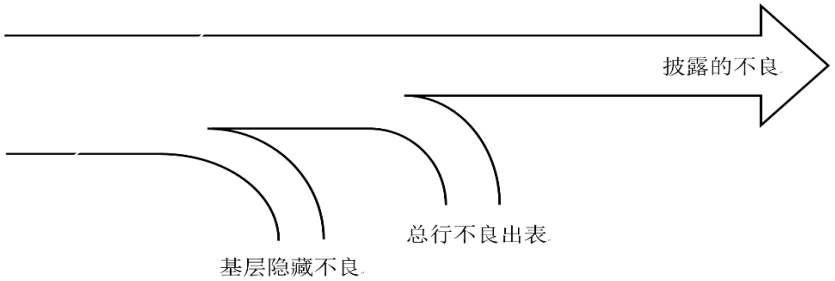
请参阅附注风险提示

研究框架：不良率真相

永不露面的真实不良率

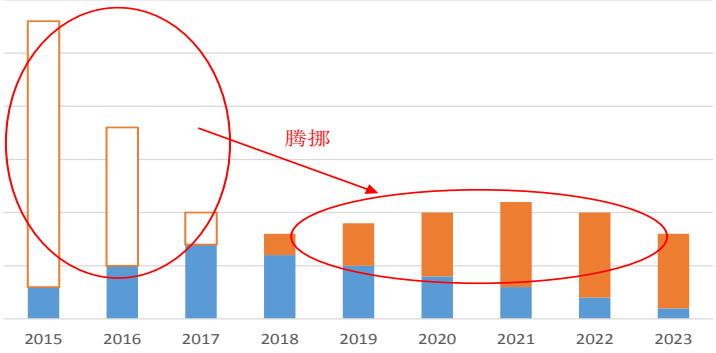
不良率是经济的滞后指标和钝化指标

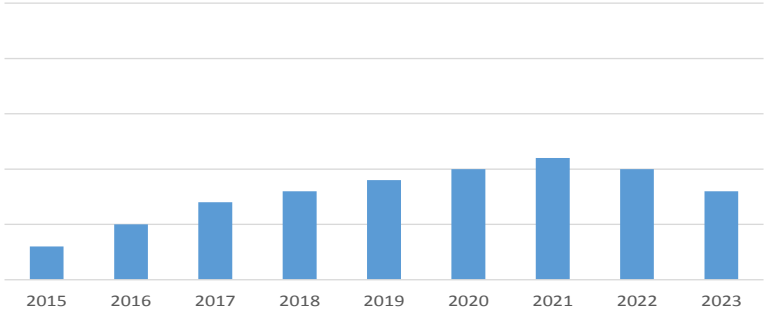
- 从企业角度讲，企业无力偿还贷款本息是滞后于盈利恶化的。
- 从银行角度讲，账面不良是滞后于真实资产质量变化的。



“真实不良率”几乎是一个不可知的数据

- 银行将暂时隐藏一部分不良，结合自身的盈利情况，在将来经济形势启稳、新增不良下降后，逐步将存量不良释放，用未来的盈利去消化，从而熨平自身盈利波动。





资料来源：国泰君安证券研究，wind

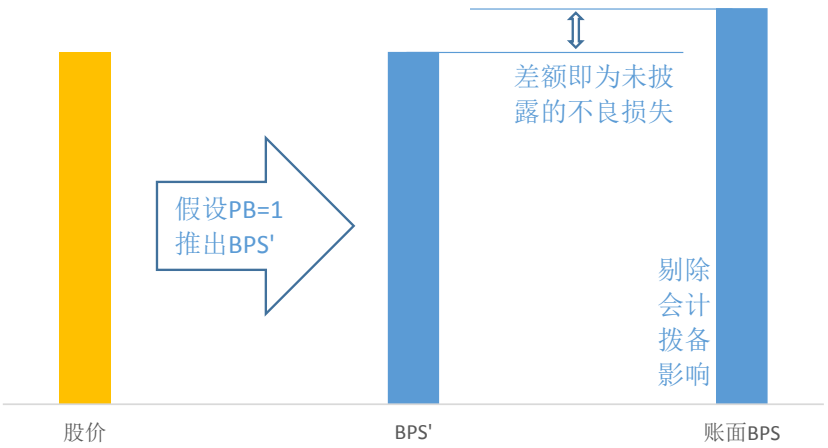
请参阅附注风险提示

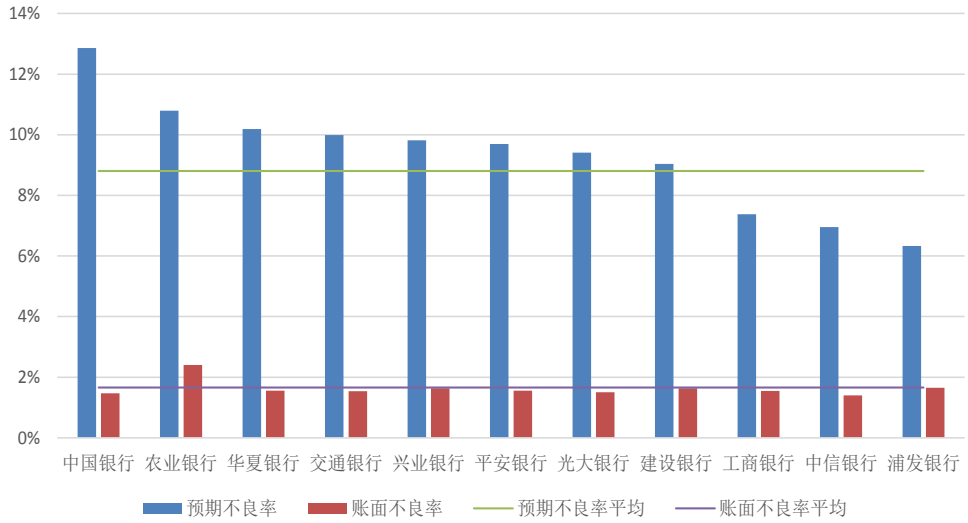
研究框架：不良率真相

无法证伪的预期不良率

预期不良率测算

- 假设：
- 银行股合理PB为1倍
- 不良的损失率为50%





- 截止2016年半年末，16家A股上市银行的预期不良率均值在8.8%左右，而其账面不良率仅为1.68%。

资料来源：国泰君安证券研究，wind

请参阅附注风险提示

研究框架：不良率真相

投资实战：资产质量如何影响个股估值

预期不良率越高，股价越低

- 对分子而言，投资者的预期不良率是未来预期现金流的一个减项；
- 对分母而言，预期不良率越高，说明投资者对未来的风险越是担忧，从而会需要更高的风险溢价。

$$股价=\sum\frac{未来现金流-不良损失}{折现因子}$$

影响预期不良率的重点因素包括：

1 已有的不良走势，尤其是近期的走势

- 历史可以影响未来

2 宏观经济形势

- 目前，在经济“L”形预期下，GDP增速重拾升势的可能性不大。但只要GDP增速已大致走平且不再显著下滑，新生不良则会下降。

3 信用市场的流动性

- 不良生成情况与信用市场流动性和货币市场流动性皆为正相关。

资料来源：国泰君安证券研究，wind

请参阅附注风险提示

目录

壹 研究框架：不良率真相

贰 生成情况：早暴露，早处置，早见顶

叁 处置情况：监管指标与盈利水平的权衡

请参阅附注风险提示

生成情况：早暴露，早处置，早见顶

不良蔓延路径的特征之一：明显的区域分化

2011年下半年，温州中小型企业流动性风险爆发，成为此次不良周期的起点。之后不良形式由点向面扩散。

2012年开始，江苏，上海等沿海地区的中小企业信贷质量出现恶化。

2014年以后，银行不良从沿海地区向内陆地区蔓延，不良资产在全国遍地开花。

工行，建行，农行新增不良中区域分布占比

	2011	2012	2013	2014	2015	2016H1
总行	7%	25%	6%	2%	3%	6%
长三角	11%	602%	46%	9%	20%	-6%
珠三角	0%	-39%	24%	21%	16%	18%
环渤海	28%	-70%	17%	19%	18%	34%
中部	-3%	-84%	16%	11%	11%	9%
西部	38%	-297%	-13%	27%	12%	24%
东北	23%	-24%	0%	6%	20%	7%
境外及其他	-4%	-13%	3%	6%	1%	9%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%

- 从近年的不良率数据可以看出，较早暴露的长三角地区出现了不良企稳甚至下降趋势，但中西部地区开始上升较快。

资料来源：国泰君安证券研究，wind

请参阅附注风险提示

生成情况：早暴露，早处置，早见顶

区域分化：省级数据

长三角地区资产质量有企稳迹象

- 沿海地区，尤其是长三角地区，资产质量有所企稳。
- 但内地其他地区则仍需时日。

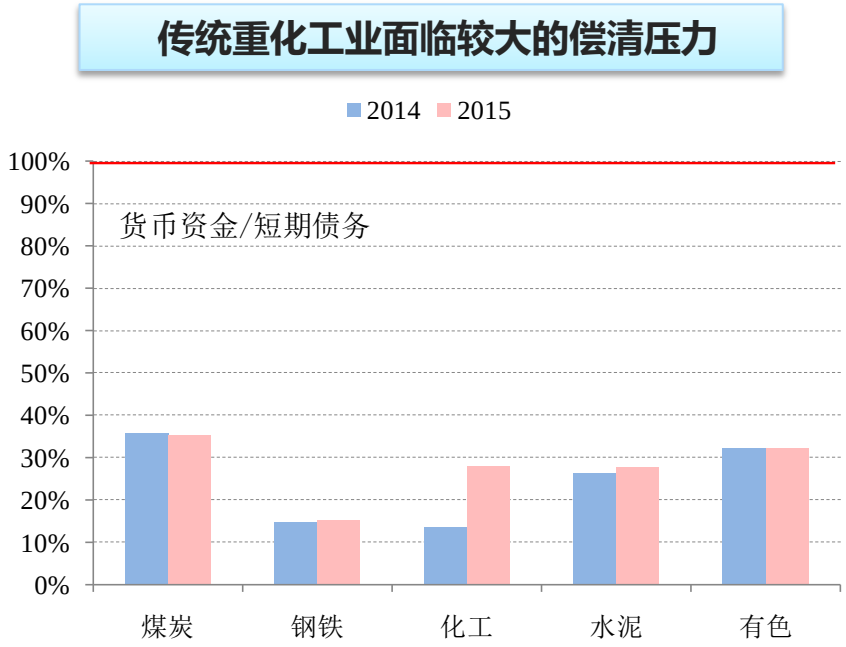
不良贷款率	2015	16Q1	16H1	16H1较2015变化
东北				
吉林	1.47%	3.53%	3.46%	199bp
黑龙江	1.72%	3.50%		
西部				
贵州	1.60%	1.83%	1.84%	24bp
四川	2.00%			
广西	2.18%	2.26%		
云南	2.18%			
内蒙古	3.97%			
中部				
山西	2.34%			
湖南	1.67%			
湖北	1.58%			
江西	2.08%			
安徽	1.86%			
珠三角				
广东	1.43%	1.88%	1.83%	40bp
福建	2.77%			
环渤海				
河北	1.18%			
天津	1.60%			
北京	0.84%			
山东	2.32%	2.15%	2.25%	-7bp
长三角				
浙江	2.50%	2.39%		
江苏	1.55%	1.43%	1.41%	-14bp
上海	1.01%	0.86%		

资料来源：国泰君安证券研究，wind

请参阅附注风险提示

生成情况：早暴露，早处置，早见顶

不良蔓延路径的特征之二：产业链自下而上蔓延



- **不良区域蔓延的路径，基本符合产业链上下游蔓延路径。**长三角地区以中小企业为主，大多生产消费品和小型工业用品，属于下游行业；中游以重化工业为主，上游主要是资源型行业，中上游大多数企业集中在内地。在经济下行阶段，需求走软，终端消费品和工业用品最先受到冲击，而后风险向中上游蔓延。

资料来源：国泰君安证券研究，wind

请参阅附注风险提示

生成情况：早暴露，早处置，早见顶

不良蔓延路径的特征之三：信贷周期与经济周期叠加

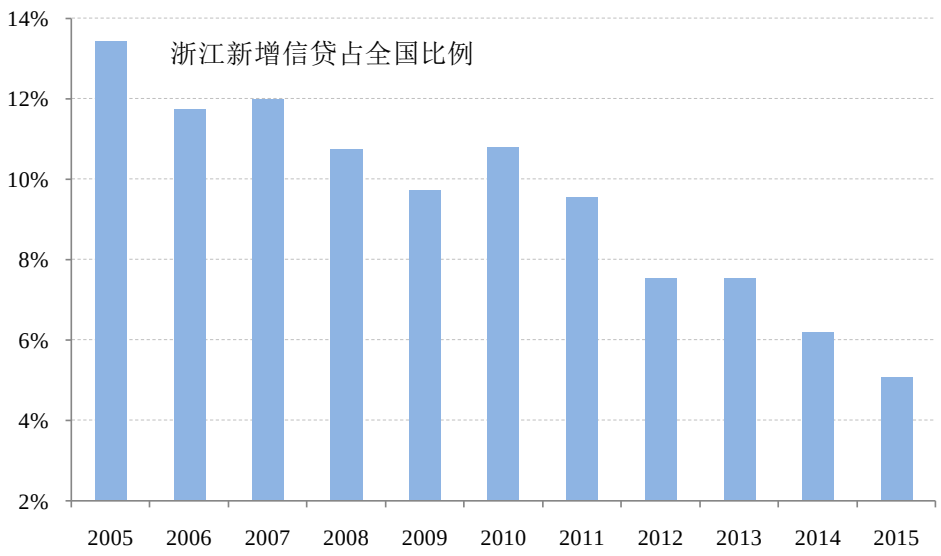
不良来源主要分两类：

1. **信贷周期中产生不良。**
2. **经济周期中产生不良。**

由于信贷周期和经济周期往往是相生相伴的，大多数企业贷款风险会同时面临以上两种情况。

过度信贷用于投机领域导致的危机，多集中在长三角地区，往往以一种剧烈的方式爆发。预计其他地区不良爆发较为温和，不会重演温州。

2010年之前浙江新增信贷占全国增量的比例较高

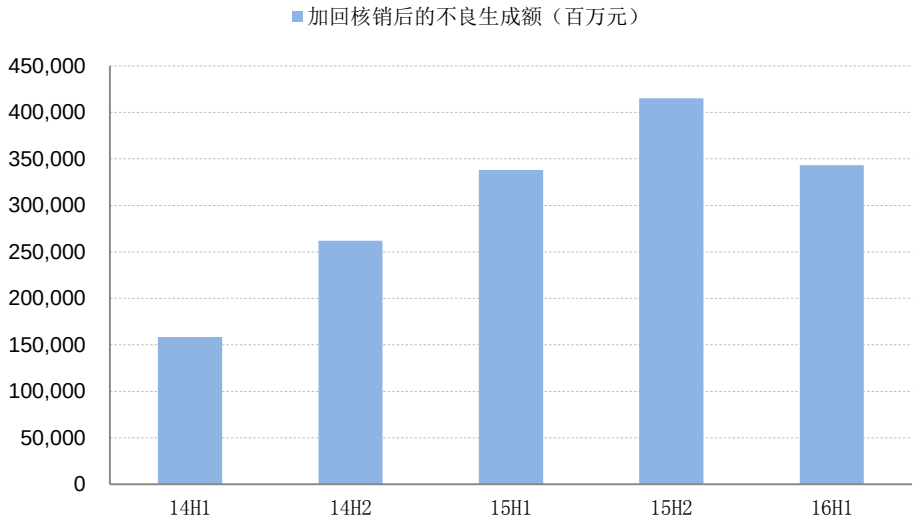


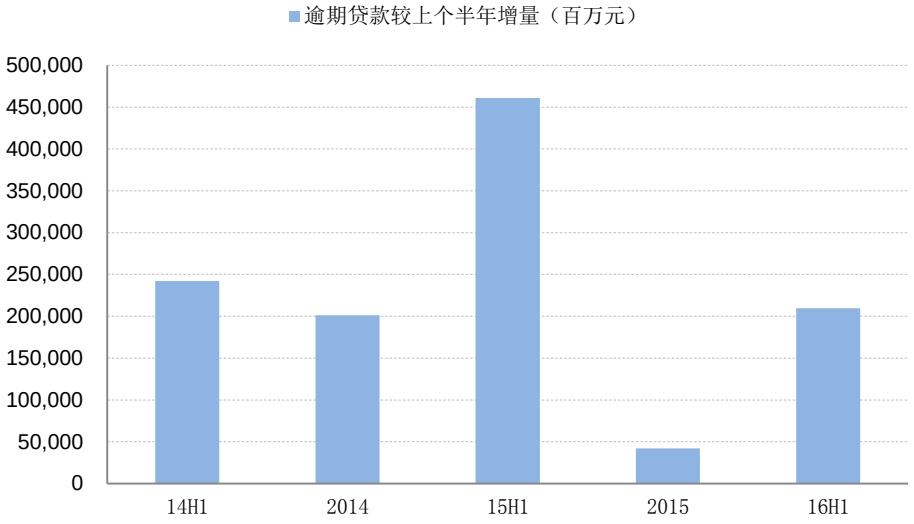
资料来源：国泰君安证券研究，wind

请参阅附注风险提示

生成情况：早暴露，早处置，早见顶

近期不良增势似有缓和





- 从披露的二季报来看，银行不良率增速放缓，不良额的增量也有所走稳。
- 主要原因：（1）东部启稳，而东部总量大；（2） 银行信贷结构调整，前几年收缩高风险品种（客观上造成惜贷）；（3）上半年信贷宽松，缓和了企业困境。

资料来源：国泰君安证券研究，wind

请参阅附注风险提示

生成情况：早暴露，早处置，早见顶

但依然不能草率地认为不良已见拐点

从某些数据细节，结合我们调研情况来看，所谓拐点可能还为时尚早。部分银行高管在业绩说明会上的表态，也认为未到拐点。

（1）宏观经济周期继续寻底，银行资产质量周期滞后于经济周期。短期内经济受益于流动性宽松而有所企稳，随着货币政策回归稳健，长期看经济仍有下行压力，因此难言拐点。

（2）中西部某些区域或行业的不良资产总量并未充分暴露。

（3）银行信贷投向向低风险领域倾斜，新发贷款的资产质量相对好，但同样也导致私人部门信贷可得性变差，反而对经济造成负面影响。

此外，银行为保住利润正增长，也有可能有意压低不良率，进而减少拨备计提要求。

还不能草率认为，资产质量已见拐点。

资料来源：国泰君安证券研究，wind

请参阅附注风险提示

目录

壹 研究框架：不良率真相

贰 生成情况：早暴露，早处置，早见顶

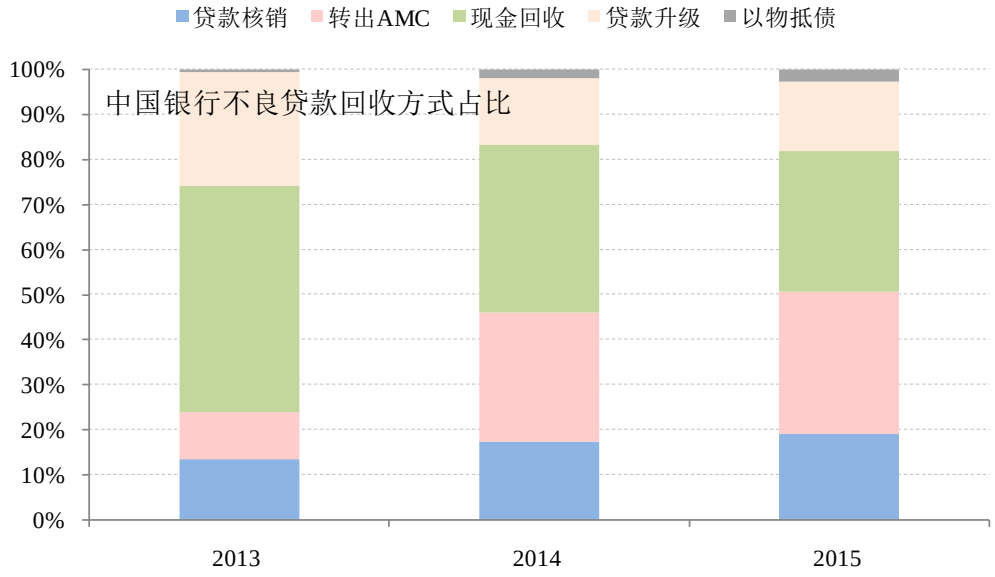
叁 处置情况：监管指标与盈利水平的权衡

请参阅附注风险提示

处置情况：监管指标与盈利水平的权衡

处置需求：压力仍较大

核销和转出在不良贷款回收金额中占比逐步增大



除清收外，银行处置不良主要方法：

1. 核销
2. 转让给AMC
3. 不良资产证券化（试点）
4. 债转股（讨论中）

资料来源：国泰君安证券研究，wind

请参阅附注风险提示

处置情况：监管指标与盈利水平的权衡

处置需求：压力仍较大

处置逻辑

- 银行及大处置力度，根本原因是将不良贷款和不良率维持在可控范围内。此外，再去兼顾拨贷比与拨备覆盖率。

勾稽关系

- 银行资产质量方面，主要的监管指标有：不良贷款率、拨备覆盖率、拨贷比。其中，三者的关系是：不良率=拨贷比÷拨备覆盖率。由于相关法规规定拨贷比不低于2.5%，拨备覆盖率不低于150%，可得出不良率临界值：1.67%。

强约束指标

- 2016年二季度末中国商业银行不良率2.15%，预计不良率将继续上升，因此拨备覆盖率成为强约束指标。

资料来源：国泰君安证券研究，wind

请参阅附注风险提示

处置情况：监管指标与盈利水平的权衡

处置需求：压力仍较大

2016年上市银行净利润增速敏感性分析

不良自然生成率 \ 拨备覆盖率	120%	125%	130%	135%	140%	145%	150%	155%
拨贷比	2.40%	2.50%	2.60%	2.70%	2.80%	2.90%	3.00%	3.10%
1.30%	26.7%	22.7%	18.7%	14.7%	10.7%	6.7%	2.7%	-1.3%
乐观假设（1.37%） 1.35%	24.9%	20.9%	16.9%	12.9%	8.9%	4.9%	0.8%	-3.2%
1.40%	23.1%	19.1%	15.0%	11.0%	7.0%	3.0%	-1.0%	-5.0%
1.45%	21.2%	17.2%	13.2%	9.2%	5.2%	1.2%	-2.8%	-6.8%
一般假设（1.50%） 1.50%	19.4%	15.4%	11.4%	7.4%	3.3%	-0.7%	-4.7%	-8.7%
1.55%	17.5%	13.5%	9.5%	5.5%	1.5%	-2.5%	-6.5%	-10.5%
1.60%	15.7%	11.7%	7.7%	3.7%	-0.3%	-4.3%	-8.4%	-12.4%
1.65%	13.9%	9.9%	5.8%	1.8%	-2.2%	-6.2%	-10.2%	-14.2%
悲观假设（1.7%以上） 1.70%	12.0%	8.0%	4.0%	0.0%	-4.0%	-8.0%	-12.0%	-16.0%
1.75%	10.2%	6.2%	2.2%	-1.8%	-5.9%	-9.9%	-13.9%	-17.9%
1.80%	8.4%	4.3%	0.3%	-3.7%	-7.7%	-11.7%	-15.7%	-19.7%
1.85%	6.5%	2.5%	-1.5%	-5.5%	-9.5%	-13.5%	-17.6%	-21.6%

- 商业银行不良率是一个清收处置后的结果，在账面上以一个平稳的速度递增（预计2016年末，上市银行不良率提升至2.00%）。因此在确定不良自然生成、计提拨备后，就能得出资产质量对当期利润的影响。

资料来源：国泰君安证券研究，wind

请参阅附注风险提示

处置情况：监管指标与盈利水平的权衡

处置需求：压力仍较大

	2016H1不良自然生成率	较2015年变化	拨贷比	拨备覆盖率	归母净利润增速
工行	0.99%	-0.06%	2.21%	143.02%	0.80%
建行	0.70%	-0.83%	2.48%	151.63%	1.15%
农行	1.14%	-0.46%	4.26%	177.72%	0.80%
中行	0.90%	0.01%	2.74%	155.10%	2.52%
交行	0.82%	-0.05%	2.32%	150.45%	0.90%
招行	1.72%	-0.59%	3.45%	189.11%	6.84%
民生	1.84%	0.02%	2.55%	152.55%	1.66%
兴业	1.65%	-0.52%	3.57%	218.78%	6.12%
浦发	1.81%	0.33%	3.43%	208.30%	11.99%
中信	1.76%	0.21%	2.20%	156.99%	4.49%
光大	1.34%	-0.04%	2.25%	150.25%	1.22%
平安	3.11%	0.11%	2.51%	160.82%	6.10%
华夏	0.82%	-0.38%	2.57%	165.13%	6.08%
北京	0.67%	0.16%	3.50%	318.12%	5.83%
宁波	1.16%	0.00%	3.13%	343.75%	16.53%
南京	2.00%	0.20%	3.97%	458.72%	22.26%
合计	**1.13%**	**-0.24%**			

- 过严的监管导致银行风险偏好快速下降，对高风险部门（如中小微企业）惜贷，对经济雪上加霜。

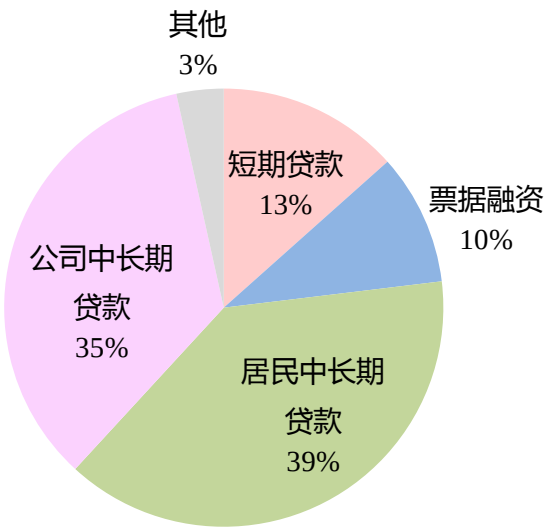
资料来源：国泰君安证券研究，wind

请参阅附注风险提示

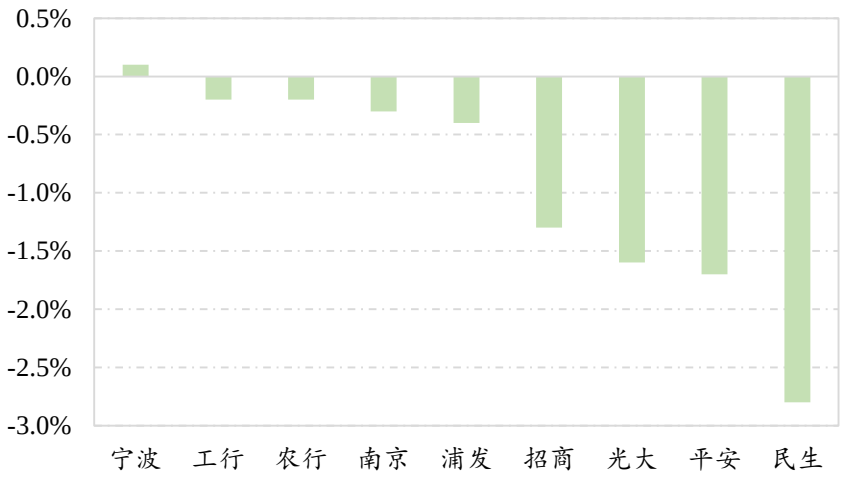
处置情况：监管指标与盈利水平的权衡

惜贷已经出现！

2016年1-7月新增贷款结构



2016年6月末小微贷款占比较年初变化



- 惜贷对经济雪上加霜，只会导致经济更为恶化。
- 此时宜放松监管。

资料来源：国泰君安证券研究，wind

请参阅附注风险提示

风险提示

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

诚信 亲和 专业 创新

国泰君安证券

GUOTAI JUNAN SECURITIES