

静与动的双重测算

——地方融资平台贷款专题报告

要点:

- **目前尚无统一 定义:** 监管部门的定义包括三类: 可直接申请贷款的政府拥有的实体或公共事业企业, 如铁路、交通、电力等拥有经营现金流的企业; 地方政府成立的融资平台企业, 如政府项目公司、综合开发投资企业、城市建设企业等; 其它平台企业, 如土地储备中心、开发区管理公司等。
- **自身无现金流、依赖财政偿还的贷款是关注的重点。** 在财政收入, 特别是预算外土地出让收入发生波动时, 上述贷款最容易受到影响。按照上市公司统计标准, 我们认为上述贷款主要集中于水利环境和公共设施管理业、交通运输、电力燃气等行业。
- **传闻中针对平台贷款的拨备新办法:** 一方面, 上述政策将促使银行在拨备和对政府融资平台放贷方面更为谨慎, 而当前**对银行利润影响并不大**, 因此上述规定实际上构成了对银行业的**长期利好**; 另一方面, 上述数据只是静态的测算, 未考虑融资平台贷款的向下迁徙, 因此并不能反映融资平台贷款的实际风险。
- **土地出让收入能否偿还相应平台贷款:** 我们进行了动态测算: 按照我们对平台贷款的定义, 土地出让收入在支付上述贷款后尚有盈余; 如果按照 2009 政府融资平台余额 72000 亿, 其中当年新增 4 万亿来计算, 2010 年不良将因政府融资平台而轻微上升, 预计 2012 年达到高峰。但我们认为这种可能性较小: 一方面, 政府融资平台中有相当一部分有自有现金流; 另一方面, 针对政府融资平台的自查工作已经展开, 银行方面控制新增平台贷款规模、政府方面稳定收入来源将有效避免上述风险。
- **投资评级:** 经历了前提的调整后, 目前银行股的估值水平已经处于较低位置, 而接下来将处于政策与实体经济的“**双空窗**”期间, 在此期间将有望迎来阶段性的反弹。但对板块我们仍给予中性评级。

分析师: 长城银行研究小组

但朝阳:

☎ (86-755) 83516255 ✉ danzy@cgws.com

执业证书编号: S1070200010015

程宾宾:

☎ (86-755) 83511215 ✉ cbb@cgws.com

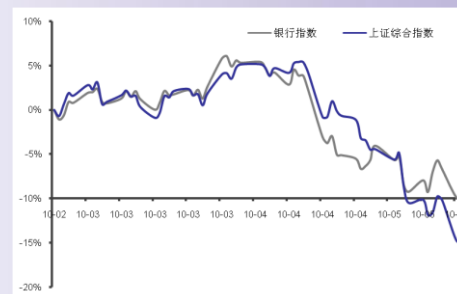
执业证书编号: S0890109060203

投资评级: 中性

重点公司盈利预测及评级

股票简称	09EPS	10PE	09PE	10PE	投资评级
宁波银行	0.58	0.88	19.7	13.1	强烈推荐
兴业银行	2.66	2.87	10.48	9.70	强烈推荐
招商银行	0.95	1.23	14.30	11.13	推荐
浦发银行	1.50	1.92	12.87	10.04	推荐
民生银行	0.54	0.60	12.36	11.29	推荐
建设银行	0.46	0.55	11.01	9.18	推荐

行业表现



独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。



一、静，目前地方平台贷款有多少？

1.1 目前尚无严格统一定义

对地方融资平台贷款目前尚无严格统一定义，监管部门的定义包括三类：可直接申请贷款的政府拥有的实体或公共事业企业，如铁路、交通、电力等拥有经营现金流的企业；地方政府成立的融资平台企业，如政府项目公司、综合开发投资企业、城市建设企业等；其它平台企业，如土地储备中心、开发区管理公司等。

在实际统计过程中，各行又有不同的定义。2009 年年报发布过程中，各行按各自口径公布了地方融资平台贷款余额。

表1：各行公布的政府融资平台贷款情况

	2009余额	当年新增	余额占比	不良	期限
工行	7,200	4,500	12.90%	2.16亿、0.03%	
建行	2,844	1,734	6.06%		5年以上
中行	4,243	2,700	8.84%	3亿、0.01%	5年以上占95%
交行	1,390	800	7.72%		80%在5年以下
招行	721	400	6.21%	0.07%	1年期以上占63%
中信	1,576		15.00%		
兴业	2,000		28.90%		3年期以下占65%
华夏	600	280	14.30%		70%在5年以上
宁波	56		6.93%		

数据来源：上市公司 长城证券

1.2 自身无现金流、依赖财政偿还的贷款是关注重点

我们认为，自身无现金流、依赖财政偿还的贷款是关注的重点。在财政收入，特别是预算外土地出让收入发生波动时，上述贷款最容易受到影响。按照上市公司统计标准，我们认为上述贷款主要集中于水利环境和公共设施管理业、交通运输、电力燃气等行业。

在上述基本判断下，我们对各银行新增政府融资平台贷款进行了测算。测算原理如下：

1. 悲观假设：除个人贷款、贴现、制造业等明显有自有现金流来源的行业归入非平台类贷款，其余均为平台类贷款；

2. 乐观假设：水利环境、公共设施管理业、交通运输等行业归入平台类贷款，其余如电力燃气等行业，给与预定权重贵如平台类贷款。

计算结果：

1. 2009 年上市银行新增政府融资平台贷款在 1.27 万亿和 1.83 万亿之间；占当年新增贷款的 21%-31%；兴业、浦发、华夏等行占比相对较高。

2. 按上市银行余额占比计算，金融系统新增平台贷款 1.89-2.90 万亿。



1.3 传闻中的新办法对各行净利润影响测算

传闻监管部门针对政府融资平台贷款提出了新的拨备需求：对于不能有效落实担保和抵押的新增政府融资平台贷款按照 20%的比例计提拨备。我们进行了两种情况下的情景分析：

1. 新增政府融资平台贷款以悲观预期为准，各行有 30%的新平台增贷款划入关注类，10%的新增平台贷款需计提 20%拨备；

2. 新增政府融资平台贷款以乐观预期为准，各行有 10%的新平台增贷款划入关注类，5%的新增平台贷款需计提 20%拨备；

测算结果显示：

1. 悲观预期下需多计提 411.01 亿元拨备，对净利润的负面影响在 11.62%左右；

2. 乐观预期下仅需计提 143.74 亿元拨备，对净利润的负面影响在 3.90%左右；

对上述数据的理解：一方面，上述政策将促使银行在拨备和对政府融资平台放贷方面更为谨慎，而当前对银行利润影响并不大，因此上述规定实际上构成了对银行业的长期利好；另一方面，上述数据只是静态的测算，未考虑融资平台贷款的向下迁徙，因此并不能反映融资平台贷款的实际风险。

表2：各行融资平台贷款对净利润影响

		工行	建行	中行	交行	招行	中信	浦发	兴业	民生	深发展	宁波	北京	南京	华夏
08年末贷款余额	A	44,360	36,836	31,897	12,988	8,528	6,514	6,813	4,900	6,465	2,817	485	1,877	391	3,457
09年末贷款余额	B	55,832	46,929	47,974	18,015	11,618	10,505	9,105	6,920	8,677	3,556	808	2,675	656	4,195
09年新增贷款	C=B-A	11,472	10,094	16,078	5,028	3,091	3,991	2,292	2,020	2,213	738	323	798	266	738
SCENARIO A:		悲观假设，各行新增贷款中平台贷款占比较大，且有较多部分需按20%计提													
平台贷款占比	D	33.18%	19.46%	26.40%	35.95%	22.35%	38.98%	98.21%	48.52%	25.69%	29.00%	2.27%	14.96%	40.68%	0.96%
新增平台贷款	E=C*D	3,806.35	1,964.43	4,244.19	1,807.40	690.86	1,555.62	2,251.40	979.9	568.38	214.16	7.32	119.35	108	711
划入关注类比例	F	30.00%													
划入关注类额度	G=E*F	381	589	1,273	542	207	467	675	294	171	64	2	36	32	213
多计提	H=G*(2%-1%)	3.81	5.89	12.73	5.42	2.07	4.67	6.75	2.94	1.71	0.64	0.02	0.36	0.32	2.13
划入按20%计提比例	I	10.00%													
划入20%计提平台贷款	J=D*I	380.64	196.44	424.42	180.74	69.09	155.56	225.14	97.99	56.84	21.42	0.73	11.94	10.8	71.1
按20%多计提	K=J*(20%-1%)	72.32	37.32	80.64	34.34	13.13	29.56	42.78	18.62	10.8	4.07	0.14	2.27	2.05	13.51
小计多计提	L=K+H	76.13	43.22	93.37	39.76	15.2	34.22	49.53	21.56	12.5	4.71	0.16	2.63	2.38	15.64
SCENARIO B:		乐观假设，各行新增贷款中平台贷款占比较小，且有较少部分需按20%计提													
平台贷款占比	M	23.42%	11.89%	17.15%	24.19%	13.81%	26.20%	80.56%	39.41%	22.10%	14.50%	0.74%	7.60%	25.89%	0.49%
新增平台贷款	N=C*M	2,686	1,200	2,757	1,216	427	1,046	1,847	796	489	107	2	61	69	363
划入关注类比例	O	10.00%													
划入关注类额度	P=N*O	269	120	276	122	43	105	185	80	49	11	0	6	7	36
多计提	Q=P*(2%-1%)	3	1	3	1	0	1	2	1	0	0	0	0	0	0
划入按20%计提比例	R	5.00%													
划入20%计提平台贷款	S=N*R	134	60	138	61	21	52	92	40	24	5	0	3	3	18
20%多计提	T=S*(20%-1%)	27	12	28	12	4	10	18	8	5	1	0	1	1	4
小计多计提	U=T+Q	29.55	13.2	30.33	13.38	4.69	11.5	20.32	8.76	5.38	1.18	0.03	0.67	0.76	3.99
2010盈利预测	V	1,541.45	1,301.99	990.45	367.98	229.75	183.99	165.58	157.3	133.75	60.65	19.19	75.88	21.32	47.74
对盈利影响（悲观）	W=L/V	4.94%	3.32%	9.43%	10.81%	6.62%	18.60%	29.91%	13.70%	9.35%	7.77%	0.84%	3.46%	11.14%	32.77%
对盈利影响（乐观）	X=U/V	1.92%	1.01%	3.06%	3.64%	2.04%	6.25%	12.27%	5.57%	4.02%	1.94%	0.14%	0.88%	3.55%	8.36%

数据来源：长城证券



二、动，土地出让收入是否足够偿还平台贷款？

土地出让收入是否足够偿还平台贷款，我们进行了三种情景下的测试，主要逻辑及假设如下：

1. 假设贷款平均利率为 5%，期限为 7 年，等额本息进行还款；
2. 当年新增贷款需偿还金额按 PMT 值的 1/2 计算；

本模型情况说明：

1. 本模型将多种形态的还款方式简化为等额本息，因此模型存在风险前移偏差；
2. 本模型的更大意义是在反映区间内土地收入下降对平台贷款的影响。

本模型测试结果：

无现金流平台贷款可依赖土地出让收入偿还，不会发生质量迁移。

表3：地方融资平台对金融系统不良率影响测算

		2007	2008	2009	2010	2011	
SCENARIO A：乐观假设 土地出让收入同09年持平 融资平台无新增贷款							
余额	A	12,436	19,636	43,200	47,913	47,913	新增平台贷款：
新增	$B=A_n-A_{n-1}$		7,200	24,000	7,200	0	2010年新增地方融资平台贷款7200亿，
PMT	$C=PMT(5\%, 7, B)$	2,109	1,221	4,071	1,221	0	2011年新增为0
还款支出	$D=D_{n-1}+0.5*c_n+0.5*c_{n-1}$		2,720	5,366	8,012	8,622	土地出入收入：
土地出让收入 E			11,103	15,900	15,900	15,900	2010与2011年均与2009年持平
盈余	$F=E-D$		8,383	10,534	7,888	7,278	测试结果：
金融系统贷款 G		261,691	320,129	425,597	500,597	560,597	土地出让收入总额超过每年应偿还贷款，平台贷款无大规模新增不良
不良升高比率 $H=-F/G$		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
SCENARIO B：悲观假设 土地出让收入同08年持平 融资平台贷款持续增长							
余额	A	12,436	19,636	43,200	54,982	60,873	新增平台贷款：
新增	$B=A_n-A_{n-1}$		4,385	23,564	11,782	5,891	2010年新增地方融资平台贷款11781亿，
PMT	$C=PMT(5\%, 7, B)$	2,109	744	3,997	1,998	999	2011年新增为5891亿
还款支出	$D=D_{n-1}+0.5*c_n+0.5*c_{n-1}$		2,481	4,851	7,849	9,347	土地出入收入：
土地出让收入 E			11,103	15,900	11,103	11,103	2010与2011年均与2008年持平
盈余	$F=E-D$		8,622	11,049	3,255	1,756	测试结果：
金融系统贷款 G		261,691	320,129	425,597	500,597	560,597	土地出让收入总额超过每年应偿还贷款，平台贷款无大规模新增不良
不良升高比率 $H=-F/G$		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
SCENARIO C：中性假设 土地出让收入介于08-09间 融资平台贷款适度增长							
余额	A	12,436	19,636	43,200	52,625	55,453	新增平台贷款：
新增	$B=A_n-A_{n-1}$		4,385	23,564	9,425	2,828	2010年新增地方融资平台贷款15709亿，
PMT	$C=PMT(5\%, 7, B)$	2,109	744	3,997	1,599	480	2011年新增为4713亿
还款支出	$D=D_{n-1}+0.5*c_n+0.5*c_{n-1}$		2,481	4,851	7,649	8,688	土地出入收入：
土地出让收入 E			11,103	15,900	13,502	13,502	与2008和2009年平均水平持平
盈余	$F=E-D$		8,622	11,049	5,853	4,814	测试结果：
金融系统贷款 G		261,691	320,129	425,597	500,597	560,597	土地出让收入总额超过每年应偿还贷款，平台贷款无大规模新增不良
不良升高比率 $H=-F/G$		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	

数据来源：长城证券研究所

如果按照 2009 政府融资平台余额 72000 亿，其中 2009 新增 4 万亿来计算，2010

年不良将因政府融资平台而轻微上升，预计 2012 年达到高峰。但我们认为这种可能性较小：一方面，政府融资平台中有相当一部分有自由现金流；另一方面，针对政府融资平台的自查工作已经展开，银行方面控制新增平台贷款规模、政府方面稳定收入来源将有效避免上述风险。

表4：地方融资平台对金融系统不良率影响测算

		2007	2008	2009	2010	2011	
SCENARIO A：乐观假设 土地出让收入同09年持平 融资平台无新增贷款							
余额	A	14,727	32,727	72,000	79,855	79,855	新增平台贷款：
新增	$B=A_n-A_{n-1}$		18,000	39,273	7,855	0	2010年新增地方融资平台贷款7855亿，
PMT	$C=PMT(5\%, 7, B)$	2,498	3,053	6,661	1,332	0	2011年新增为0
还款支出	$D=D_{n-1}+0.5*c_n+0.5*c_{n-1}$		4,024	8,881	12,878	13,544	土地出入收入：
土地出让收入E			11,103	15,900	15,900	15,900	2010与2011年均与2009年持平
盈余	$F=E-D$		7,079	7,019	3,022	2,356	测试结果：
金融系统贷款G		261,691	320,129	425,597	500,597	560,597	土地出让收入总额超过每年应偿还贷款，平台贷款无大规模新增不良
不良升高比率H=-F/G		N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
SCENARIO B：悲观假设 土地出让收入同08年持平 融资平台贷款持续增长							
余额	A	25,419	32,727	72,000	91,636	101,455	新增平台贷款：
新增	$B=A_n-A_{n-1}$		7,308	39,273	19,636	9,818	2010年新增地方融资平台贷款19636亿，
PMT	$C=PMT(5\%, 7, B)$	4,311	1,239	6,661	3,330	1,665	2011年新增为9818亿
还款支出	$D=D_{n-1}+0.5*c_n+0.5*c_{n-1}$		4,931	8,881	13,877	16,375	土地出入收入：
土地出让收入E			11,103	15,900	11,103	11,103	2010与2011年均与2008年持平
盈余	$F=E-D$		6,172	7,019	-2,774	-5,271	测试结果：
金融系统贷款G		261,691	320,129	425,597	500,597	560,597	2010年、2011年不良率因平台分别上升
不良升高比率H=-F/G		N/A	N/A	N/A	0.55%	0.94%	0.55个百分点、0.94个百分点
SCENARIO C：中性假设 土地出让收入介于08-09间 融资平台贷款适度增长							
余额	A	25,419	32,727	72,000	87,709	92,422	新增平台贷款：
新增	$B=A_n-A_{n-1}$		7,308	39,273	15,709	4,713	2010年新增地方融资平台贷款15709亿，
PMT	$C=PMT(5\%, 7, B)$	4,311	1,239	6,661	2,664	799	2011年新增为4713亿
还款支出	$D=D_{n-1}+0.5*c_n+0.5*c_{n-1}$		4,931	8,881	13,544	15,276	土地出入收入：
土地出让收入E			11,103	15,900	13,502	13,502	与2008和2009年平均水平持平
盈余	$F=E-D$		6,172	7,019	-42	-1,774	测试结果：
金融系统贷款G		261,691	320,129	425,597	500,597	560,597	2011年不良率有0.32个百分点的提升
不良升高比率H=-F/G		N/A	N/A	N/A	0.01%	0.32%	

数据来源：长城证券研究所

三、投资评级

经历了前提的调整后，目前银行股的估值水平已经处于较低位置，而接下来将处于政策与实体经济的“双空窗”期间，在此期间将有望迎来阶段性的反弹。但对板块我们给予中性评级。



表5：A股各行估值情况

	评级	行情		EPS		PE(X)		BVPS		PB(X)		ROE	
		股价	市值(亿)	09	10E	09	10E	09	10E	09	10E	09E	10E
工商银行	推荐	4.4	14,663	0.39	0.47	11.4	9.4	2.02	2.22	2.2	2.0	19.06%	20.97%
建设银行	推荐	5.0	11,755	0.46	0.55	11.0	9.2	2.38	2.59	2.1	1.9	19.19%	21.13%
中国银行	中性	3.9	9,900	0.32	0.38	12.2	10.2	2.03	2.29	1.9	1.7	15.68%	16.66%
交通银行	中性	6.8	3,332	0.61	0.54	11.1	12.7	3.34	4.05	2.0	1.7	18.38%	13.24%
招商银行	推荐	13.6	2,943	0.95	1.23	14.3	11.1	4.85	7.12	2.8	1.9	19.65%	17.21%
中信银行	中性	5.3	2,069	0.30	0.36	17.9	14.9	2.82	3.05	1.9	1.7	10.51%	11.65%
兴业银行	强烈推荐	27.8	1,392	2.66	2.87	10.5	9.7	11.92	14.87	2.3	1.9	22.29%	19.29%
浦发银行	推荐	19.3	1,701	1.50	1.92	12.9	10.0	7.70	12.64	2.5	1.5	19.45%	15.18%
民生银行	推荐	6.7	1,496	0.54	0.60	12.4	11.3	3.98	4.46	1.7	1.5	13.67%	13.35%
北京银行	推荐	13.4	836	0.98	1.19	13.7	11.3	6.75	8.48	2.0	1.6	14.52%	13.99%
华夏银行	中性	10.8	539	0.75	0.94	14.3	11.5	6.06	4.46	1.8	2.4	12.43%	21.13%
深发展	中性	17.8	552	1.62	1.76	11.0	10.1	6.59	10.07	2.7	1.8	24.58%	17.48%
宁波银行	强烈推荐	11.5	288	0.58	0.88	19.7	13.1	3.90	5.35	3.0	2.1	14.95%	16.40%
南京银行	中性	13.6	250	0.84	1.03	16.2	13.3	6.55	9.37	2.1	1.5	12.83%	10.98%
银行板块		11.4	51,714	0.89	1.05	12.8	10.9	5.06	6.50	2.3	1.8	16.94%	16.33%
国有银行		4.4	36,318	0.39	0.47	11.5	9.5	2.14	2.37	2.1	1.9	17.98%	19.58%
股份制银行		13.5	14,023	1.12	1.28	12.1	10.6	5.91	7.59	2.3	1.8	17.62%	16.07%
城商行		12.9	1,374	0.80	1.03	16.0	12.5	5.73	7.74	2.2	1.7	14.10%	13.79%

资料来源：长城证券研究所

表6：A/H溢价

	评级	行情		EPS		PE(X)		BVPS		PB(X)		ROE	
		股价	A/H股溢价	09	10E	09	10E	09	10E	09	10E	09E	10E
工商银行	推荐	4.8	91.04%	0.39	0.47	12.5	10.4	2.0	2.2	2.4	2.2	19.06%	20.97%
建设银行	推荐	5.4	93.16%	0.46	0.55	11.8	9.9	2.4	2.6	2.3	2.1	19.19%	21.13%
中国银行	中性	3.4	113.11%	0.32	0.38	10.8	9.0	2.0	2.3	1.7	1.5	15.68%	16.66%
交通银行	中性	6.9	98.86%	0.61	0.54	11.2	12.8	3.3	4.0	2.1	1.7	18.38%	13.24%
招商银行	推荐	15.5	88.26%	0.95	1.23	16.2	12.6	4.9	7.1	3.2	2.2	19.65%	17.21%
中信银行	中性	3.9	137.64%	0.30	0.36	13.0	10.8	2.8	3.0	1.4	1.3	10.51%	11.65%
民生银行	推荐	6.6	102.12%	0.54	0.60	12.1	11.1	4.0	4.5	1.7	1.5	13.67%	13.35%

资料来源：长城证券研究所



研究员介绍及承诺:

但朝阳: 武汉大学管理学硕士, 2001 年加入长城证券研究所, 现从事宏观策略研究。

程宾宾: 中国人民大学管理学学士、经济学硕士, 三年证券从业经历, CFA三级考试已通过 (Affiliate CFA); 2010年加入长城证券, 任银行业研究员。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司 (以下简称长城证券) 向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

- 强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
- 推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
- 中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
- 回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

- 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
- 中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
- 回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>