



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
证券研究报告

2011 年 1 月 11 日

银行

研究部

毛军华

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080207070059
maojh@cicc.com.cn

罗景 CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080207120068
luojing@cicc.com.cn

从 2.7 万亿土地出让金看融资平台贷款风险

行业近况:

据中国新闻网报道,国土资源部部长徐绍史在全国国土资源工作会议上指出:2010 年全国土地出让金总额达到 2.7 万亿元,同比增加 70%。另据财政部网站披露,2010 年 1-11 月全国累计财政收入 76740.51 亿元,同比增加 13347.41 亿元,增幅 21.1%。其中,中央本级收入 40240.46 亿元,增长 18.1%;地方本级收入 36500.05 亿元,增长 24.5%。

评论:

地方政府还款能力增强,预计地方政府 2010 年可用收入将同比增长 30%至 10.4 万亿。根据媒体报道,地方政府的本级财政收入和土地出让金的增幅均大幅超出我们的预期。我们预计 2010 年地方政府可用收入将同比增长 29.8%至 10.4 万亿,较我们原预测值高 26% (详见我们 2010 年 3 月 11 日发布的报告《在发展中动态解决问题——地方政府融资平台贷款风险可控》),其中地方本级收入、中央税收返还和转移支付、地方政府性基金收入 (主要是土地出让金) 分别达到 4.0 万亿、3.4 万亿和 3.0 万亿。展望未来,假设地方本级收入和中央转移支付与 GDP 同步增长,而谨慎假设土地出让金回落至 2.0 万亿水平,则 2011 和 2012 年地方政府可用收入将达到 10.9 万亿和 12.3 万亿,显著增强了地方政府的还款能力。

融资平台贷款未来还本付息的压力减轻,预计 2011/2012 年融资平台贷款本息偿付金额为 1.4/2.1 万亿。进入 2010 年以后,随着监管层不断的风险提示和一系列针对融资平台贷款的政策出台,银行明显收紧了对融资平台贷款的投放。2010 年上半年末,地方融资平台贷款余额为 7.66 万亿,仅比 2009 年末的 7.38 万亿增长 3.8%。我们预测,2010 年年末地方融资平台贷款余额为 7.77 万亿,同比增速仅为 5.3%。随着融资平台贷款余额增长放缓,地方政府未来还本付息的压力明显减轻。我们预计还本付息的金额在未来五年年均均为 1.6 万亿,其中 2012 年是本息偿付的高点,但是也仅为 2.1 万亿,远低于原预测的 2.7 万亿水平。

地方政府偿债率下降,融资平台贷款风险大幅降低。地方政府可用收入大幅高于预期,以及政府融资平台贷款还本付息压力的下降,使得地方政府的偿债率大幅下降,缓解了融资平台贷款逾期和违约的风险。即使在本息偿付的高峰期 (2012 年),地方政府的偿债率 (还本付息所需金额/地方政府可用收入) 也仅为 17.1%,低于 20% 的警戒线。

模型中已经纳入 2900 亿融资平台不良贷款,但实际暴露风险可能远低于预期,盈利预测 (2011 年增长 19%) 存在上调风险。目前,我们在模型谨慎假设 2012 年底上市银行融资平台贷款不良余额将达 2900 亿,隐含的不良贷款率达 6.6%,以反映市场上持续存在的担心。即使在相对悲观的假设下,银行仍能在 2011 年保持 19% 的盈利增长。目前,随着地方政府偿债能力的提升和监管机构的严格监管,融资平台贷款的违约风险在逐步降低,未来实际暴露的融资平台不良贷款可能远低于预期。我们相对谨慎的盈利预测存在上调风险。

估值与建议:

目前银行业股价处于区间的底部区域,具备 20%-30% 的上涨空间。融资平台贷款风险自 2010 年以来,一直为市场所关注,成为持续压制银行估值的一个重要因素。随着 2010 年 12 月份银监会关于《关于加强融资平台贷款风险管理的指导意见》(110 号文) 的出台,以及融资平台贷款风险有望随着地方政府收入的快速增长而在动态中化解,市场长期担心的融资平台贷款问题随着消息明确反而可能会为股价上涨的催化剂,银行股面临重估机会。各银行融资平台数据将密集披露的年报和季报期间有望成为近期股价上行的关键窗口期。目前 A 股/H 股银行 2011 年市盈率和市净率分别为约为 9.1/9.3 倍和 1.47/1.60 倍,具备 20%-30% 的上涨空间。我们看好民生 A 股和 H 股、招行 A 股、农行 A 股和华夏 A 股。

图表 1: 融资平台贷款风险测算

单位：人民币亿元		2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
地方融资平台贷款余额		43,300	73,800	77,746	73,062	55,632	42,753	28,811	14,870
	增速, %	29.7	70.4	5.3	-6.0	-23.9	-23.2	-32.6	-48.4
净新增		9,924	30,500	3,946	-4,684	-17,430	-12,879	-13,941	-13,941
其中：新增地方融资平台贷款		16,599	37,175	10,621	5,311	0	0	0	0
其中：实际偿还贷款到期本金		-6,675	-6,675	-6,675	-9,995	-17,430	-12,879	-13,941	-13,941
需要支付的利息		2,578	3,035	3,928	4,275	3,648	2,789	2,029	1,238
需要还本的金额		6,675	6,675	6,675	9,995	17,430	12,879	13,941	13,941
合计所需金额		9,253	9,710	10,603	14,270	21,079	15,668	15,970	15,180
地方政府可用收入		64,751	80,332	104,238	109,371	123,377	136,151	150,464	166,496
	增速, %	13.7	24.1	29.8	4.9	12.8	10.4	10.5	10.7
其中：地方本级收入		28,650	32,581	39,909	46,110	53,257	59,667	66,828	74,823
	增速, %	21.5	13.7	22.5	15.5	15.5	12.0	12.0	12.0
其中：中央税收返还和转移支付		22,991	28,621	33,781	39,238	45,560	51,315	57,777	65,031
	增速, %	26.8	24.5	18.0	16.2	16.1	12.6	12.6	12.6
其中：地方政府性基金收入		13,111	19,130	30,548	24,022	24,560	25,169	25,859	26,642
	增速, %	-14.0	45.9	59.7	-21.4	2.2	2.5	2.7	3.0
其中：国有土地使用权出让收入		10,375	16,000	27,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
其中：非国有土地使用权出让收入		2,735	3,130	3,548	4,022	4,560	5,169	5,859	6,642
地方政府偿债率		14.3%	12.1%	10.2%	13.0%	17.1%	11.5%	10.6%	9.1%

资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 2: 可比公司估值

	股价	总股本	流通股	总市值	PPoP ROA				ROAA				ROAE				利润增速					
	(当地货币)	百万股	百万股	(当地货币, 十亿)	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	11E	12E	10-12 CAGR			
A股																						
国有大银行																						
工商银行	4.24	349,019	262,225	1,480	1.75	1.81	1.92	1.97	1.20	1.23	1.25	1.29	20.2	20.9	20.8	21.3	16.2	16.7	16.5			
建设银行	4.77	250,011	9,594	1,193	1.91	1.91	2.02	2.10	1.24	1.30	1.33	1.36	20.8	21.2	20.5	20.8	15.1	15.3	15.2			
中国银行	3.23	279,147	195,525	902	1.60	1.66	1.76	1.89	1.09	1.09	1.10	1.15	16.6	17.4	17.4	18.5	16.2	17.9	17.0			
农业银行	2.63	324,794	15,342	854	1.44	1.60	1.71	1.75	0.82	0.93	1.06	1.09	20.5	20.3	19.9	20.2	31.4	18.3	24.7			
交通银行	5.59	56,260	29,736	314	1.66	1.72	1.80	1.82	1.01	1.08	1.08	1.08	19.5	19.8	18.4	18.6	15.6	15.5	15.6			
中小股份制银行																						
招商银行	13.02	21,577	17,666	281	1.37	1.60	1.80	1.87	1.00	1.08	1.18	1.22	21.1	21.4	21.2	21.4	28.2	20.6	24.4			
民生银行	5.08	26,715	22,588	136	1.69	1.70	1.82	1.87	0.98	1.00	1.07	1.10	17.1	16.9	16.7	16.3	28.5	21.5	25.0			
浦发银行	13.07	14,349	11,479	188	1.42	1.51	1.55	1.58	0.90	1.02	0.97	0.97	24.1	19.9	16.8	16.9	17.2	16.0	16.6			
兴业银行	25.61	5,992	5,992	153	1.51	1.62	1.65	1.72	1.13	1.20	1.02	1.05	24.5	21.8	19.8	19.8	19.4	18.4	18.9			
华夏银行	11.29	4,991	3,784	56	1.04	1.24	1.25	1.31	0.48	0.61	0.64	0.68	13.0	17.5	14.6	13.4	24.4	24.6	24.5			
光大银行	4.09	40,435	4,000	165	1.26	1.40	1.49	1.52	0.75	0.90	0.90	0.90	18.8	18.8	16.8	17.5	19.3	18.5	18.9			
城市商业银行																						
北京银行	11.73	6,228	6,228	73	1.65	1.61	1.62	1.68	1.19	1.19	1.12	1.09	15.8	18.1	17.9	17.3	15.0	11.8	13.4			
南京银行	10.31	2,969	2,969	31	1.85	1.86	1.82	1.89	1.28	1.25	1.25	1.27	13.1	14.3	13.7	14.6	24.1	20.4	22.3			
宁波银行	12.89	2,884	2,474	37	1.63	1.42	1.45	1.57	1.09	1.09	1.03	1.07	15.7	17.5	16.0	16.9	19.6	19.1	19.4			
H股																						
大型银行																						
工商银行	5.81	345,281	83,057	2,006	1.75	1.81	1.92	1.97	1.20	1.23	1.25	1.29	20.2	20.9	20.8	21.3	16.2	16.7	16.5			
建设银行	7.04	250,011	240,417	1,760	1.91	1.91	2.02	2.10	1.24	1.30	1.33	1.36	20.8	21.2	20.5	20.8	15.1	15.3	15.2			
中国银行	4.13	279,147	83,622	1,153	1.60	1.66	1.76	1.89	1.09	1.09	1.10	1.15	16.6	17.4	17.4	18.5	16.2	17.9	17.0			
农业银行	3.92	324,794	30,739	1,273	1.44	1.60	1.71	1.75	0.82	0.93	1.06	1.09	20.5	20.3	19.9	20.2	31.4	18.3	24.7			
交通银行	8.00	56,260	26,524	450	1.66	1.72	1.80	1.82	1.01	1.08	1.08	1.08	19.5	19.8	19.8	18.6	15.6	15.5	15.6			
中小股份制银行																						
招商银行	19.88	21,577	3,910	429	1.37	1.60	1.80	1.87	1.00	1.08	1.18	1.22	21.1	21.4	21.2	21.4	28.2	20.6	24.4			
民生银行	6.73	26,715	4,127	180	1.69	1.70	1.86	1.91	0.98	1.00	1.09	1.12	17.1	16.9	17.1	16.6	28.5	21.5	25.0			
农村商业银行																						
重庆农商行	5.70	9,000	9,000	51	1.35	1.58	1.69	1.70	1.02	1.19	1.19	1.19	21.7	17.6	15.2	16.5	31.9	24.0	27.9			
	每股收益				每股净资产				市值/拨备前利润				市盈率				市净率				股息收益率	
	08A	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E		
A股																						
国有大银行																						
工商银行	0.32	0.37	0.45	0.52	0.61	1.93	2.35	2.67	3.05	7.5	6.4	5.3	4.5	11.4	9.4	8.1	6.9	2.20	1.81	1.59		
建设银行	0.37	0.43	0.54	0.62	0.71	2.22	2.81	3.19	3.63	6.8	6.0	5.1	4.3	11.2	8.9	7.7	6.7	2.15	1.70	1.49		
中国银行	0.23	0.29	0.36	0.41	0.49	1.84	2.26	2.50	2.79	7.2	5.7	4.7	3.8	11.1	9.1	7.8	6.6	1.75	1.43	1.29		
农业银行	0.16	0.20	0.28	0.36	0.43	1.06	1.68	1.99	2.27	7.5	5.5	4.5	3.8	13.1	9.5	7.2	6.1	2.49	1.57	1.32		
交通银行	0.51	0.54	0.69	0.79	0.92	2.91	4.00	4.58	5.26	6.3	5.1	4.2	3.6	10.4	8.1	7.0	6.1	1.92	1.40	1.22		
中小股份制银行																						
招商银行	0.97	0.85	1.13	1.45	1.74	4.30	6.22	7.44	8.89	11.3	7.8	5.9	4.9	15.4	11.5	9.0	7.5	3.03	2.09	1.75		
民生银行	0.25	0.39	0.51	0.66	0.80	2.80	3.27	4.54	5.24	7.6	5.8	4.5	3.7	13.2	9.9	7.7	6.3	1.81	1.55	1.12		
浦发银行	0.87	0.92	1.34	1.57	1.83	4.75	8.75	10.05	11.56	9.0	6.6	5.2	4.4	14.2	9.7	8.3	7.2	2.75	1.49	1.30		
兴业银行	1.90	2.22	2.75	3.28	3.88	9.95	15.23	17.96	21.19	8.7	6.0	4.8	4.0	11.6	9.3	7.8	6.6	2.58	1.68	1.43		
华夏银行	0.45	0.55	0.84	1.04	1.30	4.41	5.16	9.10	10.24	9.4	6.7	5.6	4.5	20.6	13.5	10.9	8.7	2.56	2.19	1.24		
深发展	0.18	1.44	1.76	2.05	2.42	5.87	9.40	11.19	13.30	7.2	6.1	4.9	4.1	11.1	9.1	7.8	6.6	2.72	1.70	1.43		
光大银行	0.18	0.19	0.30	0.36	0.42	1.19	1.99	2.25	2.57	12.8	8.8	6.9	5.8	21.6	13.7	11.5	9.7	3.44	2.06	1.82		
城市商业银行																						
北京银行	0.87	0.90	1.18	1.36	1.52	6.03	7.04	8.16	9.41	9.3	7.3	6.0	5.0	13.0	9.9	8.6	7.7	1.94	1.67	1.44		
南京银行	0.49	0.52	0.75	0.94	1.13	4.05	6.38	7.21	8.19	13.7	9.2	7.6	6.1	19.8	13.7	11.0	9.1	2.54	1.61	1.43		
宁波银行	0.46	0.51	0.78	0.93	1.11	3.38	5.50	6.16	6.94	17.1	12.7	9.9	7.9	25.5	16.6	13.9	11.6	3.82	2.34	2.09		
A股大银行平均																						
A股中小银行平均																						
A股城商行平均																						
A股银行平均																						
H股																						
大型银行																						
工商银行	0.32	0.37	0.45	0.52	0.61	1.93	2.35	2.67	3.05	9.1	7.5	6.0	5.1	13.8	11.0	9.2	7.9	2.66	2.11	1.80		
建设银行	0.37	0.43	0.54	0.62	0.71	2.22	2.81	3.19	3.63	8.8	7.6	6.2	5.3	14.6	11.2	9.4	8.2	2.80	2.14	1.83		
中国银行	0.23	0.29	0.36	0.41	0.49	1.84	2.26	2.50	2.79	8.1	6.2	4.9	4.0	12.6	9.9	8.3	7.0	1.98	1.56	1.37		
农业银行	0.16	0.20	0.28	0.36	0.43	1.06	1.68	1.99	2.27	9.9	7.1	5.5	4.7	17.3	12.1	8.9	7.5	3.28	1.99	1.63		
交通银行	0.51	0.54	0.69	0.79	0.92	2.91	4.00	4.58	5.26	8.0	6.3	5.0	4.3	13.1	10.0	8.4	7.2	2.42	1.71	1.45		
中小股份制银行																						
招商银行	0.97	0.85	1.13	1.45	1.74	4.30	6.22	7.44	8.89	15.2	10.1	7.5	6.2	20.8	15.1	11.4	9.4	4.08	2.73	2.21		
民生银行	0.25	0.39	0.51	0.67	0.80	2.80	3.27	4.54	5.24	8.9	6.6	4.9	4.0	15.4	11.2	8.3	7.0	2.12	1.76	1.23		
农村商业银行																						
重庆农商行	0.21	0.20	0.31	0.41	0.51	1.02	2.55	2.91	3.30	18.8	11.7	8.0	6.5	24.8	15.5	11.4	9.2	4.94	1.91	1.62		
H股银行平均																						
	10.7	7.7	5.9	4.9	16.3	11.9	9.3	7.9	2.93	1.96	1.60	1.39	1.7	2.5	3.5							

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金公司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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司为民生银行、农业银行、工商银行、光大银行和建设银行提供过投资银行服务。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED