

地方政府债务质量整体可控

事件：

审计署发布 2011 年第 35 号审计报告，披露地方债务全面审计情况。

研究结论：

● 地方政府债务总量 10.72 万亿，半数 08 年以前债务：

此次审计署全面审计了所有涉及债务的 25590 个政府部门和机构、6576 个融资平台公司，以及其他相关单位。结论是（1）截至 2010 年底，全国地方政府性债务余额 107174.91 亿元，其中通过融资平台公司举借 49710.68 亿元，这一规模明显小于市场预期；（2）其中：政府负有偿还责任、政府负有担保责任和政府可能承担一定救助责任的债务分别占 62.62%、21.80% 和 15.58%；（3）51.15% 的贷款是 2008 年及以前举借和用于续建 2008 年以前开工项目的；（4）地方债务中，银行贷款为 84679.99 亿元，占 79.01%。

● 平台贷款风险整体可控：

从审计结果来看：（1）地方政府债务增长已经受控，2010 年地方政府债务增速 18.86%，为近年来新低；（2）县级债务占比不高，为 26.53%，且其中 77.2% 由地方政府承担直接偿还责任；（3）这些地方债务还有 11044.47 亿元尚未支出；（4）2011—2015 年到期地方债务比例分别为 24.49%、17.17%、11.37%、9.28% 和 7.48%，到期日并不非常集中，有利于化解压力；（5）2011 年到期债务规模与地方政府综合财力的比率为 20.44%，若无法展期或借新还旧，可能存在一定压力，但我们认为地方政府仍可以通过借债来获得现金流入，判断监管当局和货币当局会采取变通（否则就构成地方政府零债务化，这不合理也不现实）。（6）部分地方的债务偿还对土地出让收入的依赖较大。2010 年底地方政府负有偿还责任的债务余额中，承诺用土地出让收入作为偿债来源的债务余额为 25473.51 亿元。不过该因素其实已经隐含的考虑在上一点中。

● 地方债务问题上存在缓慢纠错要求：

我们分析认为，地方债务出现重大违约风险的可能性很低。这里的关键点在于最后监管当局和地方政府需要就地方新借债务或变相展期达成妥协。如果不让地方政府新借债务，相当于让一个持续经营主体快速完全偿还所有负债，这是不现实也是不合理的，这即使对于优质企业来说同样构成明显压力。在能够获得外部负债现金流实现债务变相展期的情况下，存量债务付息规模相对于地方综合财力的负担率将降至 5.0%（考虑全部债务，假设 6% 的贷款利率）。这一水平看起来是地方财政完全可以承担的。从此次审计署全面审计结果来看，此前市场对于地方债务问题的担忧有过度之嫌，而这种担忧是银行当前明显低估的一部分原因。我们分析认为，地方债务偿付情况最终将明显好于市场预期，这构成了一个中长期内的纠错要求。继续看好当前存在估值优势，并有中报行情基础的银行股，维持招行、民生的组合不变。同时关注农行。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师

8621-63325888 × 6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

王鸣飞

银行&证券行业分析师

021-63325888-6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511040001

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

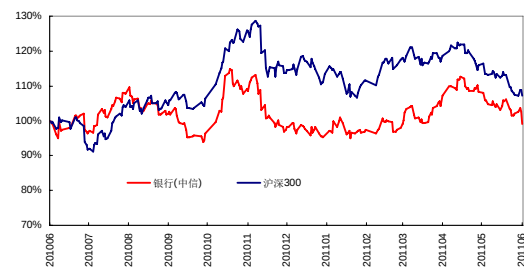
行业

银行

报告发布日期

2011 年 6 月 28 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2010	2011E	2012E	2013E	评级
招商银行	1.19	1.73	2.09	2.52	买入
民生银行	0.66	0.84	0.88	1.06	买入
浦发银行	1.34	1.86	2.23	2.63	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止2011-6-27)



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn