

审计署全国地方政府债务审计结果点评

优于大势

维持评级

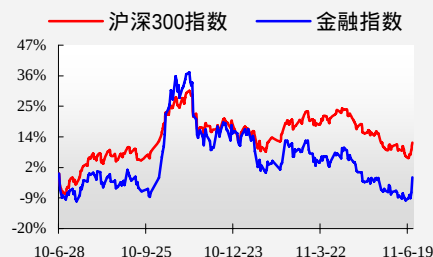
金融/银行业

发布时间：2011 年 6 月 28 日

投资要点：

- 审计署 27 日发布全国地方政府性债务审计结果；截至 2010 年底，全国地方政府性债务余额 10.72 万亿元，其中，融资平台公司政府性债务余额为 4.97 万亿元；地方政府性债务中来自于银行的数额为 8.46 万亿元。
- 此次审计署公布的情况与此前央行公布的情况有较大差异，主要差别在于统计口径的不同，我们在判断上倾向与采用审计署和银监会的数据。
- 债务偿还节奏看，2011 年和 2012 年分别偿还 24.49% 和 17.17% 的地方政府债务，整体占比为 42%，是地方政府债务偿还的高峰期
- 从不良率的情况看，审计署公布的情况，截至 2010 年底的逾期率为 1.75%，但是部分平台的情况比总情况明显较差，截至 2010 年底，有 22 个市级政府和 20 个县级政府的借新还旧率超过 20%。还有部分地区出现了逾期债务，有 4 个市级政府和 23 个县级政府逾期债务率超过了 10%。
- 从上市银行的情况看，我们维持前期的判断，整体上市银行在平台贷款上的风险明显小于银行整体，上市银行最终承担的损失可能非常有限，极端估计 2011 年在 3000 亿元左右，对于 2011 年净利润的影响控制在 30% 左右。
- 从上市银行的投资看，我们认为，不论是银行转型造成银行增速下降和平台贷款损失造成银行 2011 年或 2012 年的净利润可能受损，其实都已经在目前银行股的估值中得到充分的反映，但是目前银行股持续上涨可能还缺乏较强的催化剂，银行板块的估值整体很难有实质的提高。我们维持中期策略中的重点品种，依旧看好具有零售优势或者零售发展潜力的中型银行。

走势图



重要公司	评级
招商银行	推荐
民生银行	推荐
浦发银行	谨慎推荐
深发展 A	谨慎推荐

分析师：唐亚韞

执业证书编号：S0550511020010

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: tangyy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

审计署 27 日发布全国地方政府性债务审计结果；截至 2010 年底，全国地方政府性债务余额 107174.91 亿元，其中政府负有偿还责任的债务 67109.51 亿元，占 62.62%；政府负有担保责任的或有债务 23369.74 亿元，占 21.80%；政府可能承担一定救助责任的其他相关债务 16695.66 亿元，占 15.58%。地方融资平台公司数量及债务余额也有了精确数字。审计结果显示，到 2010 年底，全国省、市、县三级政府共设立融资平台公司 6576 家，其中省级 165 家、市级 1648 家、县级 4763 家。融资平台公司政府性债务余额为 49710.68 亿元，其中，省级 8826.67 亿元、市级 26845.75 亿元、县级 14038.26 亿元，分别占 17.76%、54%和 28.24%。

评论：

1、此次审计署公布的审计结果与之前央行发布的《2010 年中国区域金融运行报告》的数据具有一定的差别，首先在平台公司的数量上，央行报告指出、截至 2010 年年末，全国共有地方政府融资平台 1 万余家，与 2008 年相比增加了 25%，县级融资平台约占 70%；审计署的结果，到 2010 年底，全国省、市、县三级政府共设立融资平台公司 6576 家，县级平台 4763 家，占比为 72.43%，平台公司的数量有很大的减少，其次在平台贷款的额度上，央行报告指出，截至 2010 年年末，地方政府融资平台贷款占人民币各项贷款余额的比例不超过 30%，而审计署显示，截至 2010 年年末，地方政府性债务中来自于银行的数额为 8.46 万亿元，其中政府负有偿还债务的有 5.03 万亿元，政府负有担保义务的为 1.91 万亿元，其他相关债务为 1.53 万亿元，占 2010 年底人民币各项贷款余额 47.92 万亿的比例为 17.65%。而银监会最终公布的数据，截至 2010 年底地方政府融资平台贷款的余额为 9.09 万亿元（平台贷款公司数为 9800 家）

2、银监会、央行、审计署三方公布数据差额较大的主要原因还在于对于平台贷款公司和平台贷款的统计口径不一致，我们已知的银监会的统计口径为政府主导或者绝对控制，主要任务是融通资金，融资行为全部或者部分由财政来直接或者间接承担还款或者担保，这部分资金主要用于基建或者公益性建设（将政府组成部门全部纳入），而央行的统计口径为 7 种类型口径，包括城投、土地储备、国有资产、财政部门的税收中性、交运、开发区园区和其他类型，由于审计署最终公布的结果与银监会公布的结果差距不大，所以我们基本倾向于采用银监会的数据，也就是说 9 万亿左右的规模是目前银行贷款中地方政府平台贷款的基本规模

3、此次审计署的审计结果首次明确的公布了地方政府债务负担比率和债务偿还节奏，从债务负担比率看，2010 年底，地方政府整体的债务比率为 70.45%，但是 19.9%的市级政府和 3.56%的县级政府的债务率高于 100%。从债务偿还节奏看，2011 年和 2012 年分别偿还 24.49%和 17.17%的地方政府债务，整体占比为 42%，2013 年至 2015 年到期偿还的分别占 11.37%、9.28%和 7.48%，2016 年以后到期偿还的占 30.21%，也就是说 2011 年和 2012 年是地方政府债务的偿还高峰。

4、此次审计署公布的政府债务的政府结构和区域结构上看，政府层级中，以市级以上平台为主，地方政府性债务中，省级、市级和县级政府性债务余额分别占 29.96%、43.51%和 26.53%，区域结构看，东部、中部和西部政府性债务余额分别为 49.65%、23.06%和 27.29%，与央行公布的 50%左右的平台公司在东部基本符合。

5、从不良率的情况看，此次公布的截至 2010 年底的逾期率为 1.75%，但是部分平台的情况比总情况明显较差，截至 2010 年底，有 22 个市级政府和 20 个县级政府的借新

还旧率超过 20%。还有部分地区出现了逾期债务，有 4 个市级政府和 23 个县级政府逾期债务率超过了 10%。

6、从上市银行的情况看，属于审计署公布的地方政府债务中来源于银行的数额与银监会的最终数字基本一致，所以我们也基本维持前期的判断，

首先由于大约 35%的融资平台位于中西部的县域，且主要由政策性银行提供融资，因此对上市银行的影响小，

7、其次从不良贷款的情况看，平台贷款的不良率与平台贷款对应的政府财政级别密切相关，而在上市银行中，据我们的不完全统计，除了农行之外，大部分银行在县域尤其是中西部的县域基本没有平台贷款，因此平台贷款的风险要显著小于整体银行同业；

我们初步计算，上市银行在平台贷款中的比重在 40%左右，即使我们极端考虑到整体平台贷款出现 10-20%的不良率和上述各种因素，上市银行最终承担的损失可能非常有限，极端估计 2011 年在 3000 亿元左右，对于 2011 年净利润的影响控制在 30%左右。

8、从更加宏观的角度看，目前央行和审计署频频就地方政府债务的情况发布调查数据，说明高层正在对于地方政府债务进行全面摸底和查清，为下一步出台化解地方政府债务风险的政策奠定基础，央行报告中提出要赋予地方政府发行地方政府债的权利，审计报告中也提及要简规范的地方政府举债融资机制，可研究赋予省级政府适度举债权，逐步探索向具备条件的市级政府推开，举债计划需经过国务院审批，未来，中央政府制定具体政策解决地方政府债务的可能性正在加大。

9、但是如果最终地方政府债务全部或者大部分通过直接融资渠道进行，对银行而言其实并不是绝对的好事，因为我们现在过分的强调了地方政府债务的风险，没有看到地方政府债务是银行稳定的低成本的利息收入的来源，从长期趋势看，未来此部分贷款将逐渐的要求零售贷款补充，但是这需要一定的时间，也就是我们常说的银行的转型痛苦期。

10、从上市银行的投资看，我们认为，不论是银行转型造成银行增速下降和平台贷款损失造成银行 2011 年或 2012 年的净利润可能受损，其实都已经在目前银行股的估值中得到充分的反映，但是目前银行股持续上涨可能还缺乏较强的催化剂，正如我们在中期策略中提及的那样，在银行未来业务转型的压力导致盈利能力和业绩增速已经处于高位区间，未来面临下滑的压力、资本监管和天生的业务发展模式造成对资本的依赖和需要不断融资的格局在短期内无法改变、货币政策导致市场流动性缺乏等背景下，银行板块长期低估的状态成为一种合理的常态，在上述因素不能得到合理解决的情况下，我们判断银行板块的估值整体很难有实质的提高，只能期待业绩上涨后带来的估值的自动下降后的恢复，我们维持中期策略中的重点品种，依旧看好具有零售优势或者零售发展潜力的中型银行。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。