

证券研究报告—动态报告/行业快评

银行

平台贷款与板块波动点评

谨慎推荐

(维持评级)

2011年6月30日

平台贷短期偿付能力不足，但风险不会集中暴露

证券分析师：邱志承 021-60875167 qiuzy@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120056
证券分析师：黄飙 0755-82133476 huangbiao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120061

事项：

审计署披露了中国地方政府负债情况的审计结果，媒体报导了云南省公路建设及上海城投在地方融资平台出现偿债困难，通过政府干涉和延长贷款期限来解决。6月29日，银行板块出现了较大幅度的下跌。

评论：

■ **中国政府负债水平已经接近合理水平的上限** 地方融资平台贷款的金额要明显小于之前银监会和央行披露的数据。之前的报导，不考虑央行区域金融报告中不确切的数据，地方融资平台的余额在8-10万亿左右。而审计署披露的数据不到5万亿。审计署主要是从各地方政府获得的数据，因此存在两种可能，一个是原因是口径的不同，一个是地方政府可能会有一定的瞒报。由于我们目前无法把银监会的数据与审计署数据进行匹配，这里主要分析公告披露数据的结构。

如果我们把审计署披露的地方融资平台贷款余额替换为银监会口径的9万亿，那么中国地方政府的负债余额已经达到了15万亿左右。如果以15万亿来计算，那么地方政府整体的债务率已经在100%左右。

而2010年末，中央政府的国债余额为7.1万亿，地方政府的负债已经达到中央的2倍，全部政府负债已经达到了22万亿左右。2010年GDP为39万亿，政府负债的占比达到了56%。进一步考虑2-3万亿的社保空帐，以及其他可能的统计遗漏的政府债务，中国政府的负债/GDP可能达到了65%以上，一般认为的政府负债/GDP的合理上限为70%，目前的水平距离已经不远。未来如果政府负债进行一步增长，很难再说中国政府的负债水平是绝对安全和健康的了。

■ **云南及上海地方融资平台风险的报导，说明地方政府短期偿债能力不足** 云南公路及上海城投的融资平台贷款风险的报导对于市场预期影响较大，因为内容上超出29日审计署披露的信息，根据《审计结果》：截至2010年，22个市级政府和20个县级政府的借新还旧率超过20%。4个市级和23个县级政府逾期债务率超过了10%，所有问题只出现在市县级政府。而云南公路及上海城投涉及省级政府，也出现事实上的逾期和借新还旧，说明省级政府的负债也不绝对安全。我们认为：2011年地方政府还款能力不足，平台贷款的还款情况较之前有所恶化。

根据审计署的披露，在2011年到期偿还的地方政府债务达到了2.6万亿，如果以银监会统计口径计算，2010年需要偿还的债务可能在3.5万亿左右。而2010年地方政府财政的预算内收入仅有4万亿，2011年由于卖地收入下降，地方政府含卖地及中央转移支付的财政收入应不会超过8-9万亿，考虑到大量刚性的财政支出，加上目前较为紧缩的信贷投放，地方政府的资金面也较为紧张。地方政府基本不可能在2011年支付高达2.6-3.5万亿到期的债务。

因此，我们判断：2011年银行对地方政府的各项贷款将会有较高大比例需要被展期，而银监会的规定对于地方政府

贷款展期进行了限制，那么在实际操作中将很多贷款通过借新还旧、更改贷款性质和期限的方式进行。在 2011 年我们很可能还将到多次看到对于平台贷款质量不利的媒体报导。

- **平台贷款是慢性病，短期内风险难以释放，也不会集中暴露化** 根据审计署披露的数据，市级和县级政府有 20% 和 3.6% 的比例债务率已经超过 100%，涉及的债务金额约为 1 万亿，如果我们考虑到银监会更高的数据，数据会应该更高。

虽然平台项目自身的现金流是比较差的，但我们预计地方融资平台贷款风险不会在 2011 年出现失控，只要地方财政还能付息，地方政府贷款的不良率还将基本稳定。以最大的估计 15 万亿地方政府负债余额来计算，2011 年付息在 1 万亿元左右，对地方政府压力不小，但尚能承受，而贷款本金未来很可能被一次次的展期。我们对银行资产质量的担心主要来自于负债余额进一步上升及贷款利率也大幅上升在未来同时出现，那么有可能超过地方政府的偿债能力。

我们认为：银行对地方政府的债权可以视为地方政府券，象国债一样，通过一次次的发行保持余额的增长。我们在 2011 年年度策略报告里曾经把平台贷款看成是银行的低收益债券投资。在余额后续增速下降的条件下，假设中性和悲观情景下，中性情景假设平台贷款的真实收益率仅有 1%，悲观情况下，每年损失 4%。在这两种情景下，银行的 ROA 将分别下降 25% 和 50%，ROE 下降到 15-10% 左右。以目前银行板块的 1.3-1.4 倍的平均 P/B 估值来看，基本可以吸收这样的盈利能力下降。

- **上市银行平台贷控制相对较好，负面报道和再融资会压制估值，上升主要来自于业绩增长** 下表 1 是我们收集的各家上市银行的平台贷款数据，合计不到 4 万亿，而全行业在 9 万亿左右（审计署口径）。而上市银行的贷款在全行业的占比在 65-70%，而平台贷款的占比不到一半。

主要原因是国开行的贷款中有很高比例是地方融资平台贷款，加上非上市的地方性城商行、农商行由于经营管理受当地政府影响较大，也会有更高比较的平台贷款。

通过上面的分析，我们认为在 2011 年部分地方政府将出现偿付困难，相当比例的政府贷款会被展期，媒体相关的报道也会陆续出现。这对于市场对于平台贷款资产质量的担心会一直存在。伴随着资产质量担心的是银监会更严格的资本充足率监管，因此，银行板块很难出现所谓的估值修复，很可能持续处于低位。目前银行的估值基本是历史最低位，对于再融资已经有所制约，估值进一步下行的空间很小。

我们预计银行板块未来股价上行主要来自于业绩带来的 BVPS 增厚，我们维持银行板块“谨慎推荐”评级，推荐平台贷款占比相对较少和贷款谨慎的招商银行。

表 1: 上市银行与行业平台贷款情况统计（比重以整改前的平台贷款余额，即 3Q2010、2010、1Q2011 中孰高的数字计算）

	平台贷款余额 3Q2010 亿元	平台贷款余额 2010 年末与 2011 一季末	平台贷款风险与质量	平台不良贷款	贷款总额 2010 年末 亿元	占总贷款比重 2010 年末
工商银行	8300	6496 亿，一季末已降至 5151 亿	63%为全覆盖和基本覆盖，后两类占 37%	19.3 亿	67,905	9.6%
建设银行	7186	5400 亿，前两月再减 1400 亿	全覆盖占 65%，基本覆盖占 3%，半覆盖占 20%，无覆盖占 12%	20 亿	56,691	9.5%
农业银行	5300	3900 亿		不良率 0.49%，进入不良的 30 亿中只有 10% 逾期	49,567	7.9%
中国银行	4197	3800 亿	前三类占 80%		56,606	6.7%
交通银行	1390	1774 亿	全覆盖占 57%，基本覆盖占 14%，后两类占 29%	不良率 0.21%	22,369	7.9%
招商银行	1300				14,315	9.1%
中信银行	2237	1184 亿，一季末降为 1046 亿		无违约、无逾期，关注类仅 26 亿，不良率为 0	12,642	17.7%
民生银行	1905	1972 亿	完全覆盖占 70%，基本覆盖占 17%，后两类占 14%	无	10,576	18.6%
浦发银行	2500	一季末为 1050 亿元		无	11,465	21.8%
兴业银行	1590	50%已划归为一般公司类贷款	全覆盖占 70%，其余继续清理规范中		8,543	18.6%
光大银行					7,788	0.0%
华夏银行	755	456 亿（45%已划归为一般公司类贷款）	全覆盖占 71%，基本覆盖占 22%，后两类占 7%		5,279	14.3%
深发展	580				4,074	14.2%
北京银行	1030				3,347	30.8%
南京银行		一季末占比不到 20%	全覆盖占 83%		839	20.0%
宁波银行	56	一季末为 50 亿元	无覆盖为 1.5 亿元		1,016	5.5%
上市银行合计	38,326				333,024	10.1%
全行业		90,000			509,226	17.7%

资料来源：公司资料，财经媒体，国信证券经济研究所

注：审计署统计口径中，去年末全国地方政府性债务余额为 10.7 万亿，其中来自银行贷款的有 84679.99 亿，其余为来自上级财政、发行债券、其他单位与个人借款。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

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。

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。