

银行 II

估值有底，中报靓丽

——上市银行 7 月月报

评级: **增持**

前次: **增持**

分析师

分析师

程娇翼

谢刚

S0740510120019

S0740510120005

021-20315179

金融小组

chengjy@qlzq.com.cn

2011 年 7 月 13 日

基本状况

上市公司数	16
行业总市值(百万元)	5276690.68
行业流通市值(百万元)	2976548.25

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2010A	2011E	2012E
民生银行	股价(元)	5.02	5.66	5.66
	摊薄每股收益(元)	0.66	0.79	0.95
	总股本(亿股)	267	284	284
	总市值(亿元)	1341	1605	1605
招商银行	股价(元)	12.81	12.96	12.96
	摊薄每股收益(元)	1.19	1.53	1.79
	总股本(亿股)	216	216	216
	总市值(亿元)	2764	2796	2796
深发展 A (并表后)	股价(元)	15.79	17.00	17.00
	摊薄每股收益(元)	1.54	2.03	2.45
	总股本(亿股)	51	51	51
	总市值(亿元)	809	871	871

备注: 重点公司排列顺序为: 本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

投资要点

- 写在前面的话: 本期月报期间齐鲁证券银行业中期策略报告《经济结构调整中银行的得与失》发布, 正如我们在该报告中所呈现的, 在市场普遍关注银行业承担风险的程度时, 我们希望经济结构转型对银行业发展的积极方面逐步被挖掘和认识。希望您关注该报告以及我们的月报, 我们将努力做到最好!

■ 最新投资观点:

- 齐鲁宏观策略组预计7月份将是通胀同比回落的开始, 货币政策正在经历微调, 经济增长在宏观目标中的地位将会上升; 认为在当前市场底部的形成期, ROE 比Beta、风格、情绪等因素更具有配置上的普适性; 并判断, 在市场纠缠分化的背景下, 「追寻ROE」这一朴素而简单的逻辑可能是最为有效的应对措施。而银行业作为利润集中、ROE 尚且稳定的板块仍将作为配置品种推荐。
- 我们对银行的投资观点为: 当前估值已经反映了悲观预期, 而银行股近18个月以来的运行趋势也表明, 当估值下落到当前位置附近(或过往几次底部水平)时, 外界因素对股价的打压有限, 银行股基本面对估值的支撑作用明显。所以我们仍然强调银行股的配置价值, 即估值的安全边际所决定的风险可控前提下去获取任何基本面超预期带来的正收益。短期来看, 中报可能成为股价的重要催化剂。
- 投资组合本月新增深发展, 调整后为“民生、招行、深发展、宁波、农行、华夏”(请关注我们近日发布的深发展深度报告《整合平安银行后发展之前瞻性分析》)。

■ 热点问题聚焦:

- 银行中报前瞻: 16家上市银行合计净利润预计同比增长32%左右。其中同比增速超过40%以上的银行预计为深发展(51%)、民生银行(51%)、农业银行(46%)、浦发银行(41%)和招商银行(41%), 息差环比上升幅度较为明显的银行预计有兴业、民生、浦发、宁波和南京。

- 央行和审计署双双表示平台贷款风险可控。本期月报期间发生了不少干扰和降低投资者对平台贷款风险的判断和信心的事件，但这些事件并没有改变我们对平台贷款风险的过往认识和已有判断（详见正文）。对央行和审计署的表态，我们认为实际上投资者更为关心的是还款来源的问题，而不简单是债务率的高低。即除了相当一部分贷款对应的项目有自偿性现金流支撑外，仍有20%-30%的贷款项目的现金流远不能覆盖本息，而政府对这些贷款的还款能力和资金来源做出合理安排可能是打消投资者疑虑的关键。
- 本期矫翼“胡思乱想”的是“银行理财产品：博弈与发展”：我们估计2011年上半年理财产品的发行规模为8-8.5万亿左右，存量规模大约在2万亿左右，将为上市银行带来约250-300亿的中间收入，占到我们预计的上半年非息收入（约2400亿元）的10%-14%。我们在正文中分析了银行理财产品2011年火爆的原因及呈现出的特征，并对理财产品发展中出现的问题引致的监管政策对未来理财产品发展的影响进行了展望，我们最后将理财产品的快速发展视为银行体系自发推动和适应利率市场化的前期演练，相关表外资产是实体经济融资需求仍然旺盛的必然结果，预计理财产品仍将在需求旺盛和风险监管加强的博弈中继续发展。
- 货币环境分析：
 - 6月信贷略超预期，根据我们宏观组预计的下半月均信贷量将在5300亿左右，我们认为下半年信贷有望“相对宽松”，之所以强调是相对宽松，主要是考虑到三季度通胀虽有回落但仍处于较高水平，故判断三季度货币政策尚不具备放松的可能。
 - 6月中下旬各家银行集中精力揽储冲存款应对日均存贷比考核指标导致储蓄存款明显上升；从二季度各月份定活期存款占比的变化来看，企业存款和居民存款的定期化6月均出现放缓趋势，这也是我们判断M1会继续回升的依据之一。
 - 由于银行6月冲存款及上调准备金率双重影响叠加，银行间市场流动性持续趋紧，市场利率大幅上升。考虑到加息后利率水平上升可能会激活公开市场回收流动性的效果，且2011年下半年公开市场资金到期量将骤减，故我们预计后续准备金率上调的频度和次数会明显减少。

内容目录

最新投资观点	- 4 -
齐鲁宏观策略观点	- 4 -
银行投资观点	- 4 -
热点问题聚焦	- 5 -
上市银行中报前瞻：16家上市银行合计净利润预计同比增长32%左右	- 5 -
央行和审计署双双表示平台贷款风险可控	- 7 -
矫翼“胡思乱想”	- 9 -
银行理财产品：博弈与发展	- 9 -
货币环境分析	- 12 -
6月信贷略超预期，维持下半年信贷“相对宽松”的判断	- 12 -
居民存款增速放缓，M1、M2增速反弹	- 13 -
银行间市场流动性持续趋紧，利率大幅上升	- 14 -

图表目录

图表 1: 上市银行盈利预测及估值比较	- 5 -
图表 2: 上市银行 2011 年中期净利润预测及披露时间表	- 6 -
图表 3: 上市银行 2011H 营业净收入增长预测	- 6 -
图表 4: 上市银行 2011H 利息净收入增长预测	- 7 -
图表 5: 全国地方性政府债务余额 10.7 万亿	- 8 -
图表 6: 三类债务合计的支出投向结构	- 8 -
图表 7: 平台公司融资额为 4.97 万亿	- 8 -
图表 8: 地方债务中银行贷款为 8.5 万亿	- 8 -
图表 9: 2011 年银行理财产品发行数量	- 11 -
图表 10: 2011 年上半年银行理财产品收益类型	- 11 -
图表 11: 2011 年上半年银行理财产品的委托期限及基础资产占比情况	- 11 -
图表 12: 2011 年上半年银行理财产品预期收益分布	- 11 -
图表 13: 历年上半年新增信贷占全年比重	- 12 -
图表 14: 历年新增信贷季度分布	- 12 -
图表 15: 当月新增信贷	- 12 -
图表 16: 当月新增信贷结构	- 12 -
图表 17: 居民户贷款情况	- 13 -
图表 18: 票据贴现利率	- 13 -
图表 19: 外汇贷款情况	- 13 -
图表 20: 外汇储备情况	- 13 -
图表 21: 各类存款增速	- 13 -
图表 22: 金融机构贷存比	- 13 -
图表 23: M1 和 M2 增速同时上升	- 14 -
图表 24: 定期化趋势缓解	- 14 -
图表 25: 银行间同业拆借和回购利率	- 14 -
图表 26: 银行间市场 1 天和 7 天拆借利率走势	- 14 -
图表 27: SHIBOR-3M 和 1Y 利率走势	- 15 -
图表 28: 近期公开市场操作	- 15 -
图表 29: 2011 年下半年公开市场到期量骤减	- 15 -

最新投资观点

齐鲁宏观策略观点

- **齐鲁宏观组对 6 月经济数据的解读是：**CPI 同比或已达年内高点，预计 7 月份将是通胀同比回落的开始，通胀在下半年出现可持续的回落将是大概率事件。货币政策正在经历微调，经济增长在宏观目标中的地位将会上升。虽然 M1 和 M2 增速差所代表的货币流通速度再次出现了小幅的下降，但根据我们对 M1 增速和 M2 增速的预测，(M1-M2)增速差将会在近期出现中期向上回升的拐点，这和我们对于经济下滑接近尾声的判断一致。
- **齐鲁策略组最新观点：**在市场底部的形成期，ROE 比 Beta、风格、情绪等因素更具有配置上的普适性。我们判断，在市场纠缠分化的背景下，「追寻 ROE」这一朴素而简单的逻辑可能是最为有效的应对措施。而银行业作为利润集中、ROE 尚且稳定的板块仍将作为配置品种推荐。
 - 经验上看，A 股底部的形成存在三种可能的变化：(1)PE 与 ROE 同时上升，比如 2010 年 7 月，底部将在一个月之内完成；(2)PE 快速回升，但 ROE 下降，比如 2008/11-12，底部将在一个季度内完成；(3)PE 回升出现反复，ROE 回落，比如 2005/6-12，底部的形成时间将超过一个季度。我们趋向于认为当前的基本面与 2005 年类似，预期底部在 10-11 月份完成的概率较大。
 - 预计随着估值底部的形成，今年以来 A 股市场「有波段、无趋势」的短周期收敛可能会在三季度结束。

银行投资观点

- 我们在上期月报中就资本监管和平台贷款风险两方面的问题做了细致分析，我们在近期和机构投资者交流的过程中发现，部分投资者认为平台贷款风险对银行的影响后续仍会不断反复，对此我们并不否认，毕竟这个问题短期内是无法证实真伪的。
- 但我们的观点是当前估值已经反映了悲观预期，而银行股近 18 个月以来的运行趋势也表明，当估值下跌到当前位置附近（或过往几次底部水平）时，外界因素对股价的打压有限，银行股基本面对估值的支撑作用明显。所以我们仍然强调银行股的配置价值，即估值的安全边际所决定的风险可控前提下去获取任何基本面超预期带来的正收益（详细请参考中期投资策略报告《经济结构调整中银行的得与失》）。短期来看，中报可能成为股价的重要催化剂（详见第二部分中报前瞻）。
- 投资组合本月新增深发展，调整后为“民生、招行、深发展、宁波、农行、华夏”（请关注我们近日发布的深发展深度报告《整合平安银行后发展之前瞻性分析》）。

图表 1: 上市银行盈利预测及估值比较

股票代码	股票简称	投资评级	前收盘价	A股总股本 (百万)	A股总市值 (百万)	每股收益EPS			每股净资产BVPS		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	增持	4.29	262,225	1,497,293	0.47	0.57	0.66	2.35	2.73	3.39
601939.SH	建设银行	增持	4.77	9,594	1,192,552	0.54	0.64	0.76	2.79	3.23	3.99
601988.SH	中国银行	持有	3.09	195,525	862,565	0.37	0.44	0.52	2.31	2.65	3.17
601288.SH	农业银行	买入	2.66	294,055	863,952	0.29	0.38	0.45	1.67	1.99	2.45
601328.SH	交通银行	增持	5.53	29,736	311,116	0.69	0.84	1.02	3.96	4.83	5.85
600036.SH	招商银行	买入	12.96	17,666	279,633	1.19	1.53	1.79	6.21	7.47	9.26
601166.SH	兴业银行	买入	13.97	5,992	83,708	3.09	2.03	2.37	15.35	10.31	12.68
600000.SH	浦发银行	买入	9.88	18,653	184,296	1.34	1.33	1.53	8.57	8.03	9.56
000001.SZ	深发展A	买入	17.00	3,485	59,245	1.80	2.37	2.81	9.62	11.98	14.79
600015.SH	华夏银行	买入	10.68	6,850	73,155	1.20	1.18	1.50	7.11	9.17	10.67
600016.SH	民生银行	买入	5.66	22,588	151,205	0.66	0.79	0.95	3.90	4.70	5.65
601998.SH	中信银行	持有	4.40	31,905	194,951	0.55	0.56	0.63	3.08	3.70	4.33
601818.SH	光大银行	暂无评级	3.32	40,435	134,244	0.32	0.31	0.37	2.01	2.53	2.90
601169.SH	北京银行	增持	9.86	6,228	61,404	1.09	1.17	1.40	6.83	8.36	9.76
002142.SZ	宁波银行	买入	10.94	2,884	31,549	0.81	1.03	1.22	5.51	6.33	7.55
601009.SH	南京银行	增持	8.94	2,969	26,542	0.78	1.02	1.20	6.34	7.24	8.44

股票代码	股票简称	2010 ROAA	2010 ROAE	核心资本充足率 (最新披露)	资本充足率 (最新披露)	市盈率PE			市净率PB		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	1.31%	22.10%	9.66	11.77	9.07	7.58	6.53	1.83	1.57	1.27
601939.SH	建设银行	1.32%	21.54%	10.33	12.45	8.84	7.40	6.27	1.71	1.48	1.19
601988.SH	中国银行	1.09%	18.02%	9.96	12.38	8.26	6.98	5.95	1.34	1.16	0.97
601288.SH	农业银行	0.99%	21.44%	9.61	11.40	9.11	7.05	5.85	1.59	1.33	1.09
601328.SH	交通银行	1.08%	20.20%	9.24	12.05	7.97	6.55	5.41	1.40	1.15	0.95
600036.SH	招商银行	1.15%	22.73%	7.66	11.91	10.85	8.49	7.25	2.09	1.73	1.40
601166.SH	兴业银行	1.16%	24.43%	8.42	10.71	4.52	6.87	5.89	0.91	1.36	1.10
600000.SH	浦发银行	1.01%	20.09%	9.09	11.68	7.39	7.44	6.44	1.15	1.23	1.03
000001.SZ	深发展A	0.96%	23.28%	7.14	10.13	9.43	7.18	6.05	1.77	1.42	1.15
600015.SH	华夏银行	0.64%	18.22%	6.65	10.58	8.90	9.05	7.13	1.50	1.17	1.00
600016.SH	民生银行	1.08%	18.30%	8.07	10.44	8.60	7.17	5.96	1.45	1.20	1.00
601998.SH	中信银行	1.12%	19.29%	8.21	11.05	7.98	7.90	7.03	1.43	1.19	1.02
601818.SH	光大银行	0.95%	19.76%	8.00	10.73	10.49	10.63	9.06	1.65	1.31	1.15
601169.SH	北京银行	1.07%	16.99%	10.51	12.62	9.03	8.44	7.03	1.44	1.18	1.01
002142.SZ	宁波银行	1.09%	18.13%	11.93	15.22	13.59	10.66	8.96	1.99	1.73	1.45
601009.SH	南京银行	1.25%	14.97%	12.44	13.26	11.49	8.77	7.46	1.41	1.23	1.06
上市银行平均		1.08%	19.97%			9.09	8.01	6.77	1.54	1.34	1.11
大型国有银行平均		1.16%	20.66%			8.65	7.11	6.00	1.57	1.34	1.09
中型股份制银行平均		1.02%	20.91%			8.52	8.09	6.85	1.49	1.33	1.11
城市商业银行平均		1.14%	16.69%			11.37	9.29	7.82	1.61	1.38	1.17

备注：北京已考虑定向增发，民生已考虑可转债+H股融资，光大考虑H股IPO。
以7月12日收盘价计算

来源：齐鲁证券研究所

热点问题聚焦

上市银行中报前瞻：16家上市银行合计净利润预计同比增长32%左右

- 我们预计16家上市银行2011年上半年累计净利润预计同比增长32%左右，其中同比增速超过40%以上的银行预计为深发展（同比增长51%）、民生银行（同比增长51%）、农业银行（同比增长46%）、浦发银行（同比增长41%）和招商银行（同比增长41%）。
- 我们预计2011H净息差将较2011Q1提升2-3个BP（详见我们《息差不是问题，需求才是关键》及《对银行的认知亦需要因时而变》的分析），即平均的NIM水平约为2.54%（2011Q1为2.52%），同比上升11个BP（2011H平均为2.43%），息差环比上升幅度较为明显的银行预计有兴业、民生、浦发、宁波和南京。

■ 我们对上市银行 2011 年中期盈利预测的其他前提假设如下：

- 参考全行业情况预计贷款余额同比增长 17%左右，生息资产余额同比增长 17.2%，各银行数据参考 2010 年情况及 2011Q1 情况调整。
- 费用支出的预测依据是参考各家银行 2008 年和 2009 年全年费用的季度分布情况，预计 2011H 费用占全年费用额的比例平均在 44%左右。
- 拨备支出方面，假设 2011 年中期资产质量和拨备政策均不发生明显变化，拨备额参考前两年各季度计提分布情况进行预测。个别去年季度间拨备计提波动较大（如北京银行）按照正常水平调整，对全年拨备预测较为谨慎的银行（如兴业、宁波）参考去年上半年绝对计提额预测。综合以上因素后预计 2011H 拨备计提占到全年拨备额的比例平均在 39%-40%之间。

■ 我们预计中报的亮点可能仍在于快速增长的手续费收入。

图表 2：上市银行 2011 年中期净利润预测及披露时间表

股票代码	公司名称	2010H净利润 (百万元)	2011Q1净利润 (百万元)	2011H预测净利润 (百万元)	2011H净利润预计 同比增长	2011Q2单季净利润预 计环比增长	中报预披露时间
601398.SH	工商银行	84,603	53,787	108,891	28.71%	2.45%	2011/8/26
601939.SH	建设银行	70,741	47,185	89,741	26.86%	-9.81%	2011/8/22
601988.SH	中国银行	52,022	33,439	67,375	29.51%	1.49%	2011/8/25
601288.SH	农业银行	45,840	34,067	66,805	45.74%	-3.90%	2011/8/26
601328.SH	交通银行	20,357	13,280	25,822	26.84%	-5.56%	2011/8/19
600036.SH	招商银行	13,203	8,810	18,581	40.74%	10.91%	2011/8/31
601166.SH	兴业银行	8,764	5,221	10,913	24.53%	9.03%	2011/8/29
600000.SH	浦发银行	9,081	6,059	12,783	40.77%	10.98%	2011/8/17
000001.SZ	深发展A	3,033	2,402	4,592	51.39%	-8.85%	2011/8/13
600015.SH	华夏银行	3,008	1,708	3,957	31.57%	31.71%	2011/8/12
600016.SH	民生银行	8,866	6,210	13,343	50.50%	14.86%	2011/8/17
601998.SH	中信银行	10,685	6,505	14,173	32.65%	17.88%	2011/8/22
601818.SH	光大银行	6,834	4,862	9,199	34.60%	-10.81%	2011/8/24
601169.SH	北京银行	3,902	2,520	5,109	30.93%	2.76%	2011/8/31
002142.SZ	宁波银行	1,106	669	1,508	36.39%	25.40%	2011/8/30
601009.SH	南京银行	1,197	785	1,606	34.12%	4.63%	2011/8/25
整体合计		343,241	227,509	454,398	32.38%	-0.27%	

备注：宁波银行剔除总行拆迁款

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：上市银行 2011H 营业净收入增长预测

股票代码	公司名称	2010H营业净收入 (百万元)	2011Q1营业净收入 (百万元)	2011H营业净收入 (百万元)	2011H营业净收入同比 增长	2011Q2单季营业净收 入环比增长
601398.SH	工商银行	181,708	113,817	230,745	26.99%	2.73%
601939.SH	建设银行	153,307	96,333	195,048	27.23%	2.47%
601988.SH	中国银行	133,010	83,567	159,985	20.28%	-8.56%
601288.SH	农业银行	135,680	89,556	181,258	33.59%	2.40%
601328.SH	交通银行	49,398	30,239	61,380	24.26%	2.98%
600036.SH	招商银行	32,934	22,323	44,458	34.99%	-0.84%
601166.SH	兴业银行	20,358	11,653	25,287	24.21%	17.00%
600000.SH	浦发银行	22,751	15,196	31,688	39.28%	8.53%
000001.SZ	深发展A	8,496	5,815	11,568	36.15%	-1.07%
600015.SH	华夏银行	11,561	7,399	15,071	30.35%	3.67%
600016.SH	民生银行	26,086	17,157	34,839	33.55%	3.06%
601998.SH	中信银行	25,505	16,830	33,897	32.90%	1.41%
601818.SH	光大银行	17,315	11,153	22,888	32.19%	5.21%
601169.SH	北京银行	7,376	4,653	9,705	31.57%	8.58%
002142.SZ	宁波银行	2,697	1,691	3,680	36.47%	17.65%
601009.SH	南京银行	2,563	1,671	3,482	35.84%	8.37%
整体合计		830,746	529,054	1,064,979	28.20%	1.30%

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：上市银行 2011H 利息净收入增长预测

股票代码	公司名称	2010H利息净收入 (百万元)	2011Q1利息净收入 (百万元)	2011H利息净收入 (百万元)	2011H利息净收入同比 增长	2011Q2单季利息净收 入环比增长
601398.SH	工商银行	143,312	85,376	175,745	22.63%	5.85%
601939.SH	建设银行	117,799	71,630	146,048	23.98%	3.89%
601988.SH	中国银行	91,864	53,536	109,985	19.73%	5.44%
601288.SH	农业银行	111,708	70,529	143,758	28.69%	3.83%
601328.SH	交通银行	39,896	23,735	49,868	24.99%	10.10%
600036.SH	招商银行	26,343	17,357	35,525	34.86%	4.67%
601166.SH	兴业银行	17,593	9,785	21,775	23.77%	22.53%
600000.SH	浦发银行	20,367	13,620	28,627	40.56%	10.18%
000001.SZ	深发展A	7,409	5,104	9,968	34.53%	-4.72%
600015.SH	华夏银行	10,618	6,628	13,571	27.81%	4.74%
600016.SH	民生银行	21,165	13,404	27,239	28.70%	3.21%
601998.SH	中信银行	22,363	14,344	29,301	31.02%	4.27%
601818.SH	光大银行	14,237	9,248	18,630	30.85%	1.44%
601169.SH	北京银行	6,725	4,153	8,903	32.37%	14.34%
002142.SZ	宁波银行	2,374	1,480	3,213	35.36%	17.05%
601009.SH	南京银行	2,135	1,451	3,082	44.33%	12.37%
	整体合计	655,908	401,382	825,237	25.82%	5.60%

来源：齐鲁证券研究所

央行和审计署双双表示平台贷款风险可控

- 我们在上月月报中已经对政府融资平台的风险认识给出了我们的判断：
 - （1）我们认为截至目前存在偿还风险的平台贷款将小于 2 万亿，注意这里的存在偿还风险并不意味着 100%的变为不良贷款，而且我们的观点是越早的风险防范越有利于防止系统性风险的爆发；
 - （2）当前银行股的估值已经反映了银行承担相关风险的悲观预期；
 - （3）应该动态地发展地看待风险，因为中国经济仍处于快速发展的通道中，中央和地方的财政实力也在不断增强，这都有助于降低风险和化解风险。
- 而本期月报期间着实发生了不少干扰和降低投资者对平台贷款风险判断和信心的事件，但这些事件并没有改变我们对平台贷款风险的过往认识和已有判断。
 - 媒体爆出云南和上海平台贷款出现“违约”（具体为云南省公路开发投资有限公司向债权银行发函，表示“即日起，只付息不还本”，上海市政府辖下的一家城市投资公司向银行提出拉长还款期，要求把流动资金贷款转换成以资产抵押的固定贷款）。我们认为这两个问题的出现和银行及平台公司执行银监会“三个办法”和 34 号文相关规定有关，但从这两则事件的结果来看，我们认为目前地方政府主观上解决问题和化解风险的意愿良好，这是我们乐意看到的。当然不得不承认银监会出台的一系列监管措施可能会对平台公司的短期偿债造成一定压力，其中有些新规定（典型的如要求分期偿还本金，不得借新还旧）和过去政府借贷的主要形式有明显背离，我们仍需要进一步观察银监会、地方政府、银行和企业执行 34 号文的过程中能否将负面影响降至最低，当然必要的博弈和妥协将在其中扮演重要角色。
 - 审计署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 10.7 万亿元，其中通过融资平台公司所产生的债务余

额为 4.9 万亿，而银行贷款形式的债务余额为 8.5 万亿。我们认为审计结果中关于规模和风险的数据并没有超出市场预期的地方，和银监会的数据存在差异主要因统计口径不同，我们目前对上市银行平台贷款风险的认识仍以银监会和上市银行的数据为主。

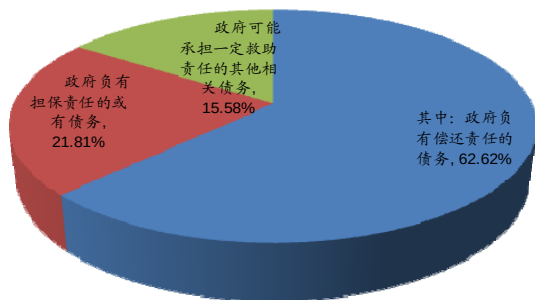
➤ 穆迪认为平台贷款的规模被低估了 3.5 万亿，并由此认为中国银行业的风险敞口可能超出预期，或将内地银行体系信用展望转为负面。

■ 近日，央行和审计署分别回应称“14 万亿元平台贷款的算法明显夸大”及“审计署发布的地方债数据真实可靠，不存在低估或者遗漏”，且均明确表示地方融资平台贷款风险是可控的。

➤ 此外还肯定了地方政府债务对经济发展的积极作用，认为评估平台贷款的风险必须和项目对应的资产盈利及中国经济和财政收入的增长状况相结合。对此我们表示认同，这和我们一贯提出的“动态看待风险”的态度一致。

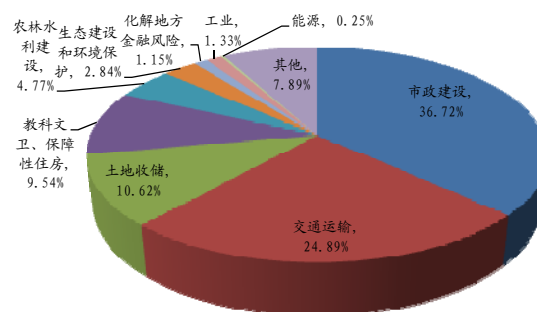
■ 虽然审计署披露的数据中提及负有偿还责任的债务余额与地方政府综合财力的比率为 52%，而加上地方政府负有担保责任的或有债务的债务率为 70%，尽管这两个比例都处在合理范围，在国际上也属于偏低水平，但实质上投资者更为关心的是还款来源的问题，而不简单是债务率的高低。即除了相当一部分贷款对应的项目有自偿性现金流支撑外，仍有 20%-30% 的贷款项目的现金流远不能覆盖本息，而政府对这些贷款的还款能力和资金来源做出合理安排可能是打消投资者疑虑的关键。

图表 5：全国地方性政府债务余额 10.7 万亿



来源：审计署，齐鲁证券研究所

图表 6：三类债务合计的支出投向结构



来源：审计署，齐鲁证券研究所

图表 7：平台公司融资额为 4.97 万亿

举债主体类别	三类债务合计	
	债务额	比重
融资平台公司	49710.68	46.38%
地方政府部门和机构	24975.59	23.31%
经费补助事业单位	17190.25	16.04%
公用事业单位	2498.28	2.33%
其他单位	12800.11	11.94%
合计	107174.91	100.00%

来源：审计署，齐鲁证券研究所

图表 8：地方债务中银行贷款为 8.5 万亿

债权人类别	三类债务合计	
	债务额	比重
银行贷款	84679.99	79.01%
上级财政	4477.93	4.18%
发行债券	7567.31	7.06%
其他单位和个人借款	10449.68	9.75%
小计	107174.91	100.00%

来源：审计署，齐鲁证券研究所