

金融

地方融资平台将继续压制银行业估值水平

报告日期: 2011.9.26

行业相关报告:

2011 年银行业中期投资策略: “两正两负” 精选个股

地方融资平台可以看作是 4 万亿元信贷刺激政策的副产品, 但其根源在于地方政府负债机制转换与相对滞后的财政体制改革的矛盾。

刘明康在银监会第 3 季度分析会上透露, 银监会之前公布的数据 9.09 万亿中有 90% 来自银行贷款, 约为 8.18 万亿。这一数据与审计署公布的全国地方政府性债务中银行贷款为 8.47 万亿差距不大; 所以我们更倾向于银监会和审计署的数据。

通过时间段对比, 可以发现, 全覆盖类地方融资平台贷款余额的占比逐渐提升, 反映了地方融资平台贷款余额的结构正在发生积极改善。

若整体不良贷款率提升至 1.5%, 不良贷款余额为 0.77 亿元小于目前贷款损失准备金余额, 即贷款损失准备金余额可以应对不良贷款率的上升。

若整体不良贷款率上升至 2%, 不良贷款余额为 1.02805 亿元, 与贷款损失准备金余额相差不大, 贷款损失准备金余额基本可以应对不良贷款率的上升。

按照目前 9 万亿地方融资平台计算, 我们预计全覆盖占比为 65%, 则其中的 6.75 亿不会违约, 剩余 25% 中, 假定一半的贷款为基本覆盖 (50%), 一半为完全无覆盖, 则将有 2.36 万亿的坏账损失, 这 2.36 万亿不是全部集中在 1 年到期, 基本未来的 3-5 年到期, 我们分摊到 3 年, 则每年为 0.79 万亿, 加上已有的 0.433 亿不良贷款, 得到估计值 1.2233 万亿, 那么可以测算出地方融资平台贷款坏账侵蚀银行利润 0.226 万亿, 约占利润总额的四分之一, 但银行业不会出现系统性风险。

地方融资平台问题对中国商业银行和宏观经济的影响是可控的。但由于商业银行会承担一部分损失, 未来一段时间内地方融资平台仍然是压制银行板块估值水平的一个很重要的因素。

国盛证券研究所

研究员 周明剑

执业证书编号:

S0680511010001

Email: zmjjj@163.com

电话: (8610) 57671718

联系人: 夏炎

一，一些基本概念

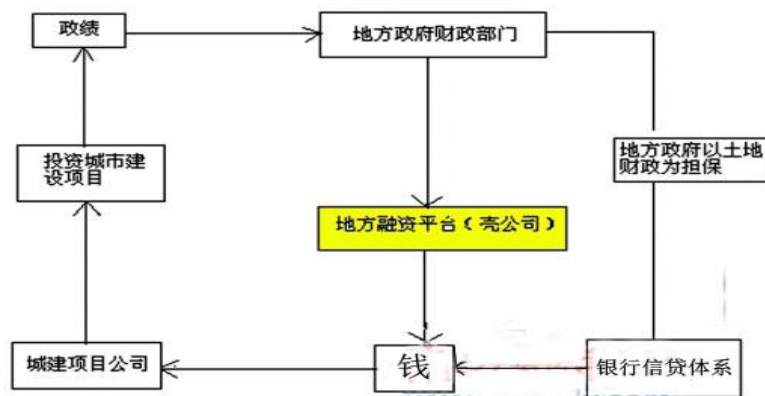
1，什么是地方融资平台？

所谓地方融资平台，就是指地方政府发起设立，通过划拨土地、股权、规费、国债等资产，包装出一个资产和现金流均可达融资标准的公司，必要时再辅之以财政补贴作为还款承诺，以实现承接各路资金的目的，进而将资金运用于市政建设、公用事业等项目。其主要表现形式为地方城市建设投资公司（简称“城投公司”）其名称可以是某城建开发公司、城建资产经营公司等。

2，地方融资平台的由来？

1994 年分税制度的改革，直接削弱了地方政府的财力，再加上当时转移支付制度的不完善，同时又要承担大量的公共事务的支出，使得地方政府的财力更是雪上加霜。在这种情况下，催生了地方政府“前人借钱，后人还债”的扭曲的负债观，地方政府具有了强烈的借债动力。

2008 年底的 4 万亿信贷刺激政策，让地方政府名正言顺的兑现自己的借债动力，与之相伴的是地方融资平台规模和数量的飞速发展，负债规模急剧膨大，短短几个月内，地方债务由 4 万亿飙升到 7 万亿。



3, 小结:

地方融资平台可以看作是 4 万亿元信贷刺激政策的副产品,但其根源在于地方政府负债机制转换与相对滞后的财政体制改革之间的矛盾。

二, 地方融资平台贷款规模究竟是多大?

关于地方融资平台规模的大小问题, 目前仍未达成共识, 可以作为依据的有银监会, 央行和审计署公布的数据, 具体情况如下:

2011 年 3 月 11 日, 银监会发布, 截至 2011 年 11 月末, 全国地方融资贷款余额为 9.09 万亿 (其中银行贷款约为 90%) 全国共有各类地方融资平台公司 9828 家。

2011 年 6 月 1 日, 央行发布, 截至 2010 年末, 各地融资平台贷款余额占当地人民币各项贷款余额的比例基本不超过 30%, 上限位 14.4 万亿, 全国共有地方政府融资平台 1 万余家, 其中县级平台约占 70%。

2011 年 6 月 27 日, 截至 2010 年末, 全国地方政府性债务余额共 10.72 万亿, 其中银行贷款为 8.47 万亿, 地方融资平台贷款为 4.97 万元,, 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。

对于以上差别, 我们认为其原因是: 各职能部门所代表不同的利益主体, 以至在具体统计口径和统计方法上有所不同。

我们的观点:

刘明康在银监会第 3 季度分析会上透露, 银监会之前公布的数据 9.09 万亿中有 90% 来自银行贷款, 约为 8.18 万亿。这一数据与审计署公布的全国地方政府性债务中银行贷款为 8.47 万亿差距不大; 所以我们更倾向于银监会和审计署的数据。

三、地方融资平台贷款现状

银监会把地方融资平台贷款分为 3 类，如下表：

类别	特征
全覆盖类	有独立和稳定第一还款来源、项目现金流能够覆盖偿还本息的贷款
基本覆盖类	第一还款来源不足必须依靠第二还款来源覆盖本息的贷款
半覆盖和无覆盖类	项目本身的借款主体不合规、财政担保不合规或本期偿还有严重风险的贷款

在这 3 种分类下，地方融资平台贷款的情况也逐渐发生改善。

截至 2010 年 6 月末，地方融资平台贷款的 7.66 万亿中：1) 全覆盖类，约 2 万亿，占比 27%；2) 基本覆盖类，约 4 万亿左右，占比 50%；3) 半覆盖和无覆盖类占比 23%。

截至 2010 年 11 月末，地方融资平台贷款余额 9.09 万亿中：1) 全覆盖贷款为 5.11 万亿，占比 56.2%，其中 2.84 万亿被划分为一般商业贷款；2) 基本覆盖类贷款为 2.21 万亿，占比 24.3%；3) 半覆盖贷款 7663 亿，占比 8.4%，无覆盖贷款约 1 万亿，占比 11.1%。半覆盖和无覆盖合计 1.77 万亿，占平台贷款的 19.5%，较中期有所下降。

根据 2011 年中报披露的数据，无覆盖和半覆盖两类合计约占不到 35%；全覆盖类占比达到 65%左右，较去年底有所提升；基本覆盖类占比下降到 25%左右。

3 个时间段对比，可以发现，全覆盖类地方融资平台贷款余额的占比逐渐提升，反映了地方融资平台贷款余额的结构正在发生积极改善。

四、地方融资平台贷款对银行业的冲击测算

截至 2011 年一季度，商业银行不良贷款余额为 4333 亿元，不良贷款率为 1.1%，银行业净资产为 5.83 亿元，贷款损失准备金余额为 0.99 亿元，2010 年税后利润为 0.899 亿元。依此为基础，作如下测算：

1，若整体不良贷款率提升至 1.5%，不良贷款余额为 0.77 亿元小于目前贷款损失准备金余额，即贷款损失准备金余额可以应对不良贷款率的上升。

2，若整体不良贷款率上升至 2%，不良贷款余额为 1.02805 亿元，与贷款损失准备金余额相差不大，贷款损失准备金余额基本可以应对不良贷款率的上升。

3，按照目前 9 万亿地方融资平台计算，我们预计全覆盖占比为 65%，则其中的 6.75 亿不会违约，剩余 35%中，假定一半的贷款为基本覆盖（50%），一半为完全无覆盖，则将有 2.36 万亿的坏账损失，这 2.36 万亿不是全部集中在 1 年到期，基本未来的 3-5 年到期，我们分摊到 3 年，则每年为 0.79 万亿，加上已有的 0.433 亿不良贷款，得到估计值 1.2233 万亿，那么可以测算出地方融资平台贷款坏账侵蚀银行利润 0.226 万亿，约占利润总额的四分之一，但银行业不会出现系统性风险。

四、结论

1，根据巴塞尔银行监管体系中的内部评级法规定的违约损失率的计算方法。按照初级法规定，违约损失率在 45%-75%，我们将这两个比例作为违约损失率的上限和下限。也就是说，地方融资平台可能的损失上限约为 1.13 万亿元，下限是 0.68 万亿元

2，假如上述的损失都要由财政收入来偿还的话，2010 年财政收入是 8.3 万亿元，即使按最大的损失算，只占 2010 年财政收入的 14%。如果考虑到贷款的到期是逐年实现的（3-5 年），14%比率显然是可以接受的。

3，由于目前商业银行的贷款资产总量约为 50 万亿元，按

照 8% 的资本充足率计算，银行的资本金至少有 4 万亿元。即使地方融资平台贷款的违约损失都由商业银行承担，银行也是可以承受的。

4, 地方融资平台问题对中国商业银行和宏观经济的影响是可控的。但由于商业银行会承担一部分损失，未来一段时间内地方融资平台仍然是压制银行板块估值水平的一个很重要的因素。

评级说明

行业评级:

以报告发布日后的6个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

看 淡: 相对表现弱于市场

上市公司评级:

以报告发布日后的6个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买入: 相对强于市场表现 15%以上;

增持: 相对强于市场表现 5%~15%;

观望: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级。

免责声明

国盛证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。本报告的作者具有证券分析师执业资格,并基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。

本报告的信息皆来源于合规渠道以及国盛证券认为可靠的已公开的资料,但国盛证券不对其准确性、完整性或可靠性作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映国盛证券于发布本报告当日的判断,在不同时期,国盛证券可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议,国盛证券也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

在国盛证券有限责任公司及其研究员知情的范围内,国盛证券有限责任公司及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

国盛证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为国盛证券所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为国盛证券有限责任公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国盛证券有限责任公司金融证券研究所

北京市西城区金融街1号金亚光大厦A座18层(100033)

电话: (010) 57671718

传真: (010) 57671728

请务必阅读末页的免责声明和评级说明。