

推荐 (维持)

城投债、基建信托、平台贷与地方债务腾挪

2013年2月19日

影子银行众生相之四

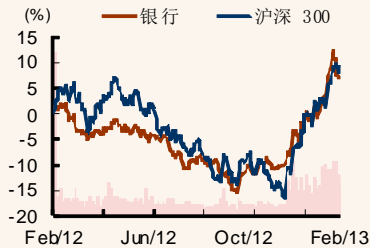
上证指数 2383

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	16	0.8
总市值 (亿元)	52030	21.2
流通市值 (亿元)	33722	18.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	6.1	17.0	6.7
相对表现	0.6	-1.3	-1.2



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《影子银行众生相之三: 银证合作, 创新与监管的博弈突围》2012/12/26
- 2、《影子银行众生相之二: 同业代付, 渐远的信贷腾挪术》2012/12/23
- 3、《影子银行众生相之一: 信托受益权如何为信贷隐身?》2012/12/19
- 4、《中国影子银行深度研究-与影子共舞》2012/12/7

肖立强

0755-82960734
xiaolq@cmschina.com.cn
S1090512080001

罗毅

luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

研究助理:

邹添杰 0755-82953739
zoutj@cmschina.com.cn

本报告为我们《影子银行众生相》系列的第四篇, 主要从近两年地方政府债务规模与举债方式变化角度介绍 2012 年快速膨胀的基建信托、城投债等类影子银行渠道, 展望 2013 年影子银行结构的变化趋势及银行股如何受益, 继续坚定推荐。

一、12 年末地方政府债务余额近 15 万亿, 较 2010 年末增长 38%

相信大家都还记得 2011 年 7 月的审计署《2011 年第 35 号: 全国地方政府性债务审计结果》, 当时公布 2010 年末地方政府债务余额为 10.7 万亿元, 其中有约 51% 共计 5.5 万亿元是 2008 年及以前年度举借和用于续建 08 年以前开工项目的, 意味着 2008 年-2010 年这三年的举债占到当年债务余额的近 49%。

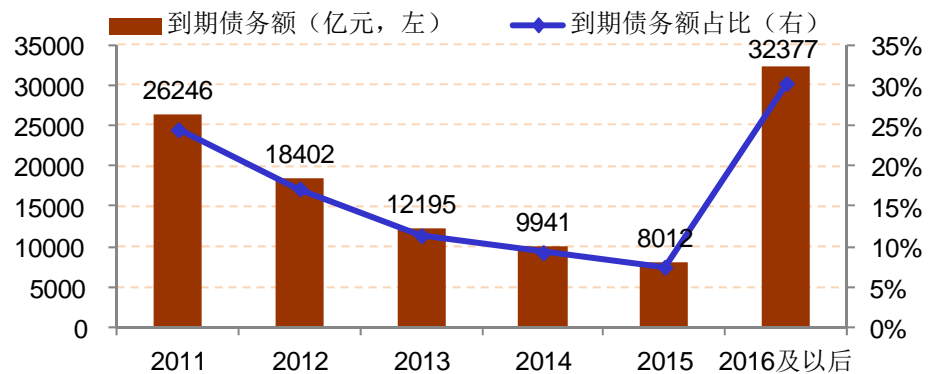
图 1: 2010 年底全国地方性政府债务规模情况



资料来源: 审计署、招商证券

当时还公布了全国地方政府性债务未来偿债情况, 根据 2010 年末的统计, 2011-2013 年是一个债务偿还高峰。

图 2: 2011-2016 年全国地方性政府债务规模到期分布情况



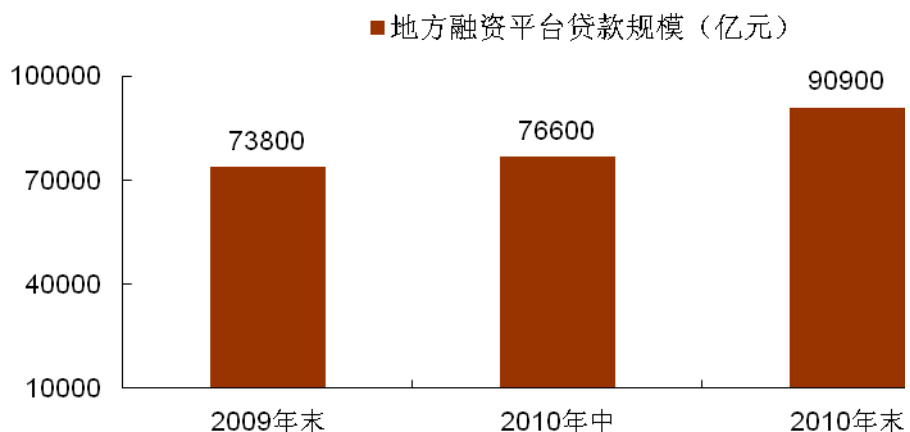
资料来源: 审计署、招商证券

时间又过去 2 年了, 2011 年和 2012 年, 并没有出现一起地方政府债务违约事件, 这些债务到期是都偿还了还是还旧借新了? 总体余额是增加还是减少? 据我们初步估计, 2012 年末地方政府债务余额约 15 万亿, 较 2010 年末增长 38%。

二、平台贷款，无违约 OR 新变化？

2011 年公布的地方政府融资平台贷款规模是市场关注的焦点，随着 2 年时间的推进，银行的平台贷款大都“相安无事”。根据我们持续的跟踪，随着银监会对此类贷款划分政策的不断变化，2010 年及以前定义的平台贷款有近 1/3（约 2.9 万亿）重新分类为公司类贷款而退出，平台贷款的现金流覆盖比率也在提高，但截至 2012 年 9 月末银监会对媒体透露的数据，平台贷款余额仍有 9.25 万亿。

图 3：银监会统计口径下的融资平台贷款余额变化



资料来源：银监会、招商证券

表 1：2010 年之后的融资平台数据变化（根据银监会向媒体公布的口径）

	平台贷款余额 (万亿元)	地方政府融 资平台数量	已退出、纳入一般 公司类贷款管理的 余额(万亿元)	退出、转为公司 类的平台数量	按平台贷款 管理的余额 (万亿元)	按平台管理 的公司数量
2011-09	9.10	10468	2.9	1974	6.2	8494
2011-12					5.4	8216
2012-06		10682		1930		8752
2012-09	9.25					

资料来源：媒体报道、招商证券

考虑到 2012 年银监会允许符合条件的平台贷款适度展期，我们预期对平台贷款余额的判断是偏保守的，即这 9.25 万亿余额中有没有包括之前被整改为公司类贷款而退出的部分不得而知。但即使不考虑这些因素，在 2011-12 年基建信托、城投债、短融中票等类影子银行快速膨胀的背景下，平台贷款偿还与重新增加有巨大的腾挪空间。

三、影子银行助力地方举债变化：城投债与基建信托

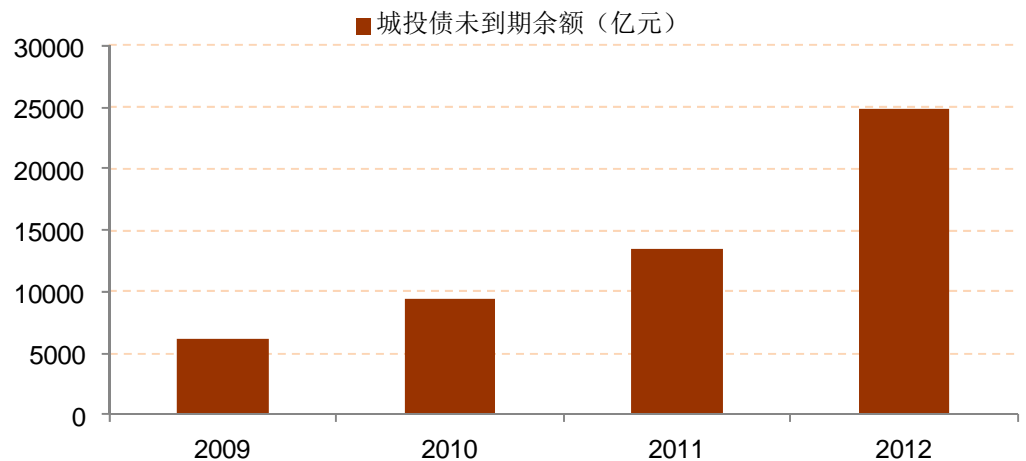
城投债的快速膨胀无疑是最近两年最值得关注的事件。根据 Wind 数据库统计，截至 2012 年 12 月 31 日，中国市场未到期城投债余额达 2.5 万亿，其中 2012 年是城投债井喷之年，当年发行额 1.27 万亿，到期额 997 亿，净增加 1.17 万亿。

表 2: 2010 年至 2012 年城投债发行额与到期额

单位: 亿元	2010 年	2011 年	2012 年
城投债发行额	3771	4865	12734
城投债到期额	589	793	997
城投债净增加	3182	4072	11736

资料来源: Wind、招商证券

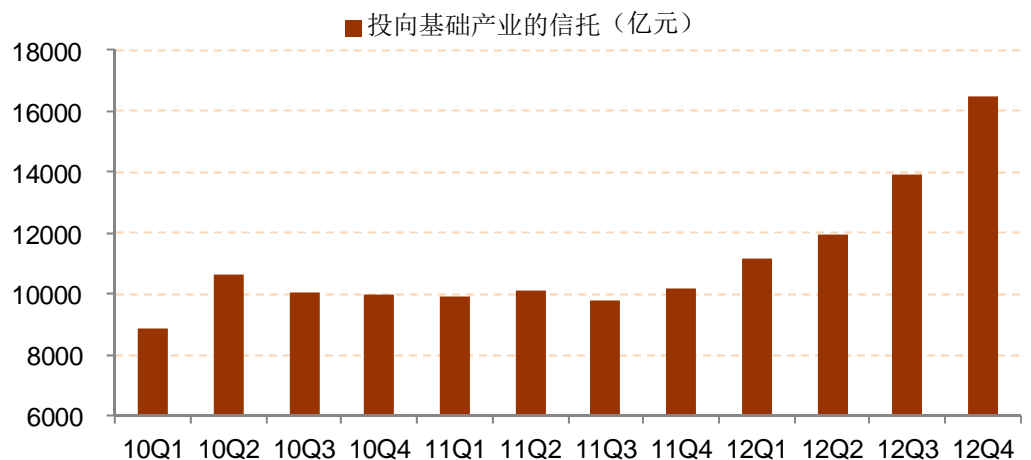
图 4: 2009 年至 2012 年末城投债余额变化情况



资料来源: 银监会、招商证券

毫无疑问，城投债是支撑 2012 年下半年基建投资快速增长的重要资金来源。此外，基建信托也是近两年地方政府一个重要的融资渠道。据报道 2012 年前三季度基建类信托成立规模新增 7550 亿元，较 2011 年同期增长 88.7%。然而中国信托业协会并无直接公布基建信托余额数据，我们以其公布的投向基础产业的信托数据做一个更加保守的计算，2012 年末投向基建信托余额 1.65 万亿，较 2010 年末净增加 6556 亿。

图 5: 投向基础产业信托余额增长情况



资料来源: 信托业协会、招商证券

四、银行，13年将在放松与收紧的博弈中左右逢源

2013年政府将如何推进城镇化建设和保持经济平稳增长？在传统银行新增信贷数量相对确定的背景下，政府对待政府投资资金供给渠道与影子银行的态度将是关键。与市场和一些媒体之前大唱城镇化大发展（拉动40万亿投资）的观点不同，我们的判断偏向认为2013年会是先清理整顿的一年，2013年1月份天量的社会融资总量也加大了市场对央行提前收紧货币的担忧，也就意味着2013年政策基调会与2011年有些相似，如果是这一情形，那么银行股13年将有巨大的超额收益。

反过来，如果政府在13年并不坚决的抑制影子银行膨胀，那么意味着银行体系可以通过这些渠道将原来大量承担的经济整体风险分散出去，社会整体资金链也不会出现明显收紧，那银行的资产质量压力将进一步减轻，有利于估值提升和股价继续上行。

我们看好银行股在2013年大幅超额收益表现。

附：2012年末地方政府债务总额的估算

我们对广义的2012年末地方债务总额的简单估算主要是通过以下方法：

2012年末地方政府债务总额=2010年末地方政府债务总额+地方政府对银行债务的净变化(平台贷款)+城投债净增加+地方政府债券(中央代发)净增加+基建信托净增加

根据2010年末审计署公布的地方政府债务分类，银行贷款和发行债券这两项的占比合计高达86%，而考虑到对上级财政的债务及对其他单位与个人借款难以找到公开数据，我们假设对上级财政和其他单位与个人借款余额不变(影响不大)。

表 3: 2010年审计署公告地方债务按债权人类别分类统计

债权人类别	三类债务合计	
	债务额(亿元)	比重
银行贷款	84680.0	79.01%
上级财政	4477.9	4.18%
发行债券	7567.3	7.06%
其他单位和个人借款	10449.7	9.75%
小计	107174.9	100.00%

资料来源：审计署、招商证券

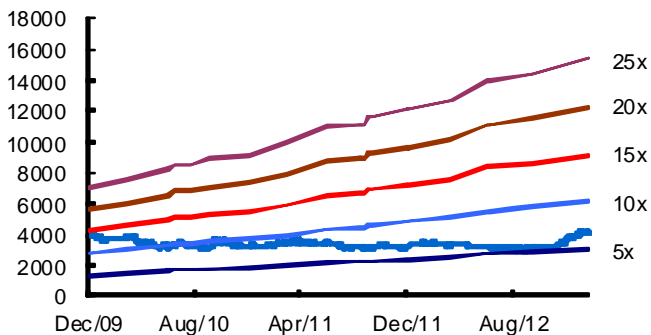
2012年末地方政府债务余额=10.7+0.2+1.55+0.75+0.66=14.8 万亿

表 4: 银行估值对比表

公司	价格 (元)	EPS			PE			PB			13ROE	市值 (亿元)	评级
		12E	13E	14E	12E	13E	14E	12E	13E	14E			
工商银行	4.26	0.67	0.74	0.82	6.3	5.7	5.2	1.3	1.2	1.0	20%	15189	强烈推荐-A
建设银行	4.84	0.78	0.86	0.95	6.2	5.6	5.1	1.3	1.1	1.0	20%	13062	强烈推荐-A
中国银行	3.05	0.50	0.54	0.60	6.1	5.6	5.1	1.0	0.9	0.8	16%	8531	审慎推荐-A
农业银行	3.07	0.45	0.51	0.59	6.8	6.0	5.2	1.3	1.2	1.0	20%	10063	强烈推荐-A
交通银行	5.22	0.76	0.84	0.92	6.8	6.2	5.7	1.0	0.9	0.8	15%	3803	审慎推荐-A
浦发银行	11.10	1.83	2.09	2.43	6.1	5.3	4.6	1.2	1.0	0.8	18%	2071	强烈推荐-A
中信银行	4.81	0.75	0.85	0.97	6.4	5.7	4.9	1.1	1.0	0.8	17%	2148	审慎推荐-A
民生银行	10.54	1.33	1.56	1.81	7.9	6.8	5.8	1.7	1.4	1.2	21%	2890	强烈推荐-A
兴业银行	19.56	3.22	3.21	3.76	6.1	6.1	5.2	1.5	1.2	1.1	20%	2484	强烈推荐-A
光大银行	3.47	0.58	0.65	0.72	5.9	5.3	4.8	1.2	1.1	0.9	20%	1403	审慎推荐-A
华夏银行	11.35	1.77	2.04	2.38	6.4	5.6	4.8	1.1	0.9	0.8	17%	777	强烈推荐-A
平安银行*	20.81	2.57	2.42	2.81	8.1	8.6	7.4	1.2	1.1	1.0	13%	1066	强烈推荐-A
北京银行	9.79	1.34	1.55	1.79	7.3	6.3	5.5	1.2	1.0	0.9	16%	862	强烈推荐-A
南京银行	10.25	1.32	1.51	1.74	7.7	6.8	5.9	1.2	1.1	1.0	16%	304	审慎推荐-A
宁波银行	11.80	1.48	1.70	1.94	8.0	7.0	6.1	1.5	1.3	1.1	19%	340	强烈推荐-A
银行业					6.82	6.24	5.47	1.28	1.11	0.96	18%	68004	推荐

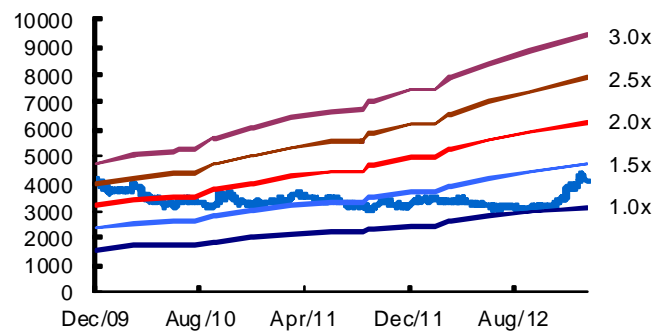
资料来源: 公司数据、招商证券

图 6: 银行业历史PEBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 7: 银行业历史PBBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

参考报告:

- 1、《影子银行众生相之三: 银证合作, 创新与监管的博弈突围》2012/12/26
- 2、《影子银行众生相之二: 同业代付, 渐远的信贷腾挪术》2012/12/23
- 3、《影子银行众生相之一: 信托受益权如何为信贷隐身?》2012/12/19
- 4、《中国影子银行深度研究-与影子共舞》2012/12/7
- 5、《银行业 2013 年度投资策略-站在 100 万亿的门槛上》2012/11/27
- 6、《走向平凡: 从韩国货币政策轨迹看中国存准率走向》2012/10/09
- 7、《通往自由的磨砺-回归之路二: 利率市场化与银行扩张》2012/8/20
- 8、《十年融资路与货币扩张之变-回归之路一: 银行再融资》2012/7/23
- 9、《A 股银行还能在 1 倍 PB 潜伏多久? -银行股估值的国际比较》2012/2/27
- 10、《资金外流难挡银行凶猛-台湾后升值时代货币变局启示》2012/1/16

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

肖立强，中山大学金融学硕士、南京大学管理学学士，两年银行业监管工作经验，对银行法规与业务理解深刻，团队获得新财富银行业最佳分析师 2011 年度第七名，2012 年度第六名。

罗毅，CFA：毕业于英国诺丁汉大学 Sir Clive Granger（03 年诺贝尔经济学奖获得者）经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师 2010 年度第二名，2008 年度第二名，2007 年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师 2010 年度第二名，2008 年第三名，2007 年度第二名。金融时报（FINANCIAL TIMES）2007 年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业务 2010 年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事，现代服务业（金融、医药、交运、房地产）大组组长。

邹添杰，中山大学金融学硕士，数学与应用数学、会计学双学士，2011 年加入招商证券，现从事银行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20% 以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20% 之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 ±5% 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。