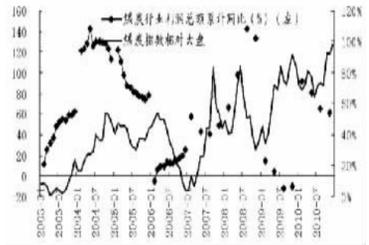


■每周酷图与思考 | Chart and Idea |

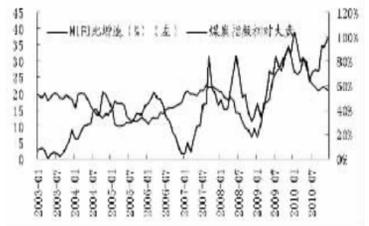
流动性成煤炭行业新特性

国泰君安策略团队

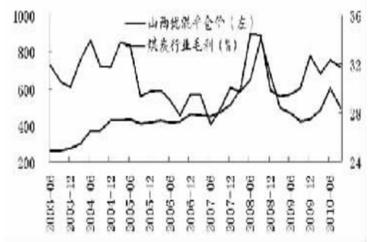
在2009年前,煤炭行业表现和利润相关,作为一个典型的晚周期行业,投资煤炭关键在于判断宏观经济周期所处的阶段,用“三年等一回”来简单地总结行业的投资机会是比较合适的。但自2009年后,煤炭行业的表现逐渐显现出了金融属性,流动性也成为决定煤炭行业表现的最为重要因素之一。



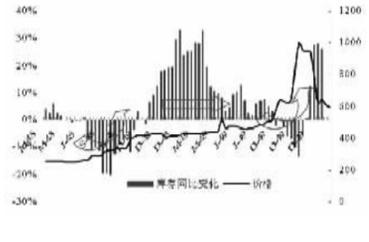
从2009年以后,煤炭股上涨逐渐和业绩脱钩,表现超出了传统经济中的后周期特性。背后的推动因素主要包括市场的学习效应所致(预期未来煤炭价格上涨),以及超宽松的货币环境下的通胀预期推动资源股上涨。流动性将成为煤炭行业表现的决定性因素?



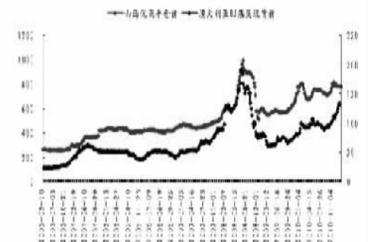
从宏观的角度看,需要结合宏观经济周期以及流动性来对行业的投资机会进行判断。从中观的层面看,我们主要跟踪煤炭价格。由于煤炭具有的同质性特点,使得客户只对价格敏感,加上煤炭行业成本具有刚性,因此煤价决定煤炭行业的景气程度。



煤价是行业景气的最重要的指标,我们一般关注几组价格数据:产地价格,这通常是小煤矿或者市场化程度较高的价格,中转地价格,比较典型的是秦皇岛价格,从数据的可获得性来看,秦皇岛库存是我们能够较紧密跟踪的库存指标。



另外一个重要要素是国际煤价。我们发现,国内国际煤价走势基本一致。



2008年煤炭进口占总产量的比重为1.49%,出口占比1.67%。中国在国际煤炭市场上一度充当主要出口国,2003年中国是除澳大利亚和南非外的第三大出口国,近年来由于中国出少进多,由出口改变了国际煤炭贸易格局,是影响国际煤价的重要原因,另外,中国煤炭消费占全球消费的比重达近40%,在煤炭价格上有定价权。从投资的角度我们更关注边际变化,自2009年下半年中国进口煤炭月度量在1400万吨以上,这意味着国际市场上煤炭价格变化也会成为影响国内煤炭市场的关键因素之一。

■名家 | Columnist |

地方融资平台会拖垮内地银行业吗?

编者按:自从地方融资平台贷款风险暴露以来,就被市场不断地渲染,原本就在低位徘徊的银行股自5月份以来,股价更是拾级向下。

目前市场对银行股前景的预期分歧正在扩大:一种意见认为,由于政府偿还和担保比率高,短期内地方政府融资平台仍在可控范围,而且随着规模和结构的日趋明朗,压制银行股的最重要因素将随着数据的明朗化而逐步消除;另一种意见则认为,虽然地方债务风险处于可控范围,但其中存在的结构性风险不容忽视,短期内严格的监管措施和土地出让金的大幅减少将会加速风险的释放。

为此,证券时报记者独家采访了招商证券(香港)投资银行业务董事总经理、中国人民大学讲座教授温天纳,为投资者解读地方政府债务和融资平台贷款的资讯以及市场对银行融资平台贷款质量的担忧。

证券时报记者 钟恬

证券时报记者:中国审计署有关数据出台以后,有市场人士认为地方融资平台贷款的不明朗性已经消除,对此你有什么看法?

温天纳:10.7万亿元的地方融资平台贷款的确可能触发新一轮坏账的高潮,最终将迫使政府第三次采取银行业援助政策。按照规定,内地银行业应在5月底前调整贷款条款,确保在建项目完成后,借款人每年两次偿还贷款。不过,目前内地银行业只完成不到50%贷款合同整改工作。在占地方政府贷款总额九成以上的中长期贷款中,约17%未能达成在到期前分期偿还本金协议,另有近40%每年只还款一次。

目前内地银行需要考虑的是推进风险防控,笔者参考内地数据和资料,目前看似银行对地方政府的融资平台贷款的拨备并不足够,忧虑控制风险动作不够。

市场也有传言,地方政府高估了作为融资平台贷款抵押品的土地价值。笔者估计未来银行将修改贷款合同、提高抵押品质量,优化基于贷款风险权重的资本水平计算。

内地地方债务问题引起了广泛的关注,银监会已敦促银行追收地方借款。至今年底,约四分之一地方债面临到期偿还,各地方政府正酝酿不同方式解决当务之急。恰逢8月A股市场将迎来限售股解禁高峰期,估计地方政府不排除借机沽货套现,以应对即将到期的地方融资平台债务。

一旦债务延期方式受限,依赖土地财政的地方政府在今年中央控制楼市的大环境下,将不得不寻找其他渠道筹资还贷。不少地方政府较有机会出售非控股的上市公司权益,用以还债,地方政府售股集资产还债将成为下一个市场关注焦点。

证券时报记者:你认为银行直接承担地方债相关损失可能性有多大?

温天纳:首先,笔者初步评估,让银行直接承担地方政府债务(包括融资平台贷款)相关损失的可能性较低。在社会融资仍然以银行贷款和表外授信的背景下(2011年第一季度社会融资结构中银行贷款和表外授信占比仍达83%),银行仍是中央政府调控货币和经济的主要管道。而正是因为在政府在2009年发文(银发(2009)92号)让银行配合中央政府“4万亿”刺激计划的背景下,融资平台贷款数量才呈现爆发式增长。如果未来出

现的损失都让银行承担,这必将对未来银行对政府政策(如对保障性住房建设资金支援)的回应和执行力度。

其次,政府财力是实力的保障,地方政府债务规模在政府财力可承载范围内。2010年全国财政收入达8.3万亿元,占GDP比重达20.9%,其中地方政府财政收入为4.06万亿元。而2011年第一季度,国家财政收入更是达到2.61万亿元,同比增长33%,地方财政收入1.3万亿元,同比增长34.7%。在财政收入保持快速增长的背景下,占GDP比重约26.8%的10.7万亿元地方债务总额谈不上沉重。

另外,中央已经开始尝试让地方政府发债及对融资平台贷款进行资产证券化进行积极探索,这些都将使违约的机会减小。

证券时报记者:我们退一步来看,如果地方融资平台贷款真的大规模违约,对银行的影响会有多大?

温天纳:根据之前披露的银监会调查资料,2010年底9万亿元地方融资平台贷款中有约23%可能存在问题,即约2万亿元的贷款可能成为坏账。如果中央政府、地方政府和银行三方博弈的结果,是让各方都承担三分之一的损失,则银行有约6600多亿损失要承担;平均分摊到未来5年,则每年约核销约1300亿元。那么这部分损失对银行业整体净利润(2011年预计将实现1.1万亿元的税后净利)影响也就是10%多一点。而目前银行股如此低的估值水准,已过度反映对未来资产质量的悲观预期,相信随着时间的推移和平台贷款整顿清理工作的推进,平台贷款特别是上市银行投放的平台贷款质量会是好于预期的,应该不用太过担心。

证券时报记者:也有银行业分析师认为,地方债所引发的潜在风险虽然引起广泛关注,但这不是银行股长期以来萎靡不振的主要原因,更让机构投资者担心的是前段时间银监会发布的《商业银行资本充足率管理办法》的征求意见稿,因为一旦监管标准提高,可能引发银行的新一轮再融资潮。对此,你怎么看?

温天纳:尽管地方融资平台的实质冲击可能没有想像中那么大,笔者认为投资者还是需要留意内地银行业监管要求的近期变化。银监会下发了《商业银行资本充足率管理办法》的征求意见稿,对内地商

业银行加权风险资产的权重系数及资本充足率计算等方面提出较多的调整。假设《管理办法》中关于资本充足率计算的方法真正执行,则银行业将普遍面临资本短缺的局面。巨量融资缺口将对经济和银行经营都将产生深刻影响。

一是影响证券市场,不利于政府鼓励直接融资发展的初衷。可以看到,2010年内地A股10131亿元实际融资总额中有约4270亿元分配给了银行股融资,银行再融资实在饱受争议。若新《管理办法》生效,则由于资本要求的提高,银行或将继续掀起一轮融资高潮,这无疑是对资本市场的巨大打击。因为大规模、频繁的银行融资将抢占实体部门企业直接融资资源,影响资本市场环境。

二是过度的资本约束影响银行对实体经济的融资支援。新《管理办法》的计算方法实际上对银行资本充足率提出了更高要求,在再融资普遍不受欢迎的情况下,银行将一方面通过提高贷款定价来提升其盈利水准,从而增加对资本的内生补充。另一方面则在分母上放缓风险资产尤其是贷款增长速度,从而增加企业获得贷款的难度。这两种措施都是对实体经济特别是中小企业的间接剥夺,而最终也会对整体经济效率造成影响。

不过,在征求意见过程中,各方势必力争有利的条件,最终执行的版本可能会趋于协调和平衡,未来对银行的影响或有所减轻。

证券时报记者:事实上,接二连三的再融资,已让银行股成了惊弓之鸟。今年上半年银行股大多在低位徘徊,你认为下半年银行股还会再受困扰吗?

温天纳:市场对于银行体系风险的担心,主要集中在房地产贷款和地方政府融资平台两个方面。目前,银行体系的风险整体上在可控范围,不过看似略逊市场预期。

由于通胀尚未回落,内地宏观调控放松的可能性较低,因此信贷紧缩还将继续,银行的经营压力未能减轻,估值水平也较难出现根本性的回升。在港股市场上,内股股是此前股市的重灾区,平均市净率(PB)降至新低,部分甚至降至不足1.1倍,相信业绩放缓、融资忧虑等问题都已在股价反映出来。

不过,虽然银行股市净率很低,并不代表不会再跌。尽管内地中小银行在加息周期以及向中小企业贷款过程中获益较大,但由于全球经济增长开始放缓,笔者认为中小企业是最脆弱的,因此中小银行所受的影响也将较大。



招商证券(香港)投资银行业务董事总经理温天纳

钟恬/供图

■链接 | Link |

温天纳主要投资观点

1 内地地方债务问题引起了广泛的关注,银监会已敦促银行追收地方借款。恰逢8月A股市场将迎来限售股解禁高峰期。估计地方政府不排除借机沽货套现,以应对即将到期的地方融资平台债务。依赖土地财政的地方政府在今年中央控制楼市的大环境下,将不得不寻找其他渠道筹资还贷。不少地方政府较有可能出售非控股的上市公司权益,用以还债,地方政府售股集资产还债将成为下一个市场关注焦点。

2 目前内地银行需要考虑的是推进风险防控,目前看似银行对地方政府的融资平台贷款的拨备并不足够,忧虑控制风险的动作不够。

3 在社会融资仍然以银行贷款和表外授信的背景下,如果未来出现的损失都让银行承担,这必将对未来银行对政府政策(如对保障性住房建设资金支援)的回应和执行力度。

4 在财政收入保持快速增长的背景下,占GDP比重约26.8%的10.7万亿元地方债务总额谈不上沉重。另外,中央已经开始尝试

让地方政府发债及对融资平台贷款进行资产证券化进行积极探索,这些都将使违约的机会减小。

5 假设地方融资平台贷款真的大规模违约,如果中央政府、地方政府和银行三方博弈的结果,是让各方都承担三分之一的损失,则银行有约6600多亿损失要承担,平均分摊到未来5年,则每年约核销约1300亿元。那么这部分损失对银行业整体净利润(2011年预计将实现1.1万亿元的税后净利)影响也就是10%多一点。

6 尽管地方融资平台的实质冲击可能没有想像中那么大,投资者还是需要留意内地银行业监管要求的近期变化。此前银监会下发了《商业银行资本充足率管理办法》的征求意见稿,假设关于资本充足率计算的方法真正执行,则银行业将普遍面临资本短缺的局面。

7 由于通胀尚未回落,内地宏观调控放松的可能性较低,因此信贷紧缩还将继续,银行的经营压力未能减轻,估值水平也较难出现根本性的回升。(晓甜 整理)

股市动荡加剧 高收益信用债蓄势待发

证券时报记者 陈英

标普下调美国主权债务评级后,外围股市烽烟再起,国内股市随之再起波澜。据历史经验来看,股市低迷之日往往是债市奋起之时。本月初沪深两市及港股均出现跳水,跌幅大多在3%以上,上证综指甚至一度跌破2500点大关。与此同时,近日高收益信用债凭借风险小、门槛低、回报高等特点被中小投资者纳入投资标的池。

多数市场人士表示,市场在相当长的一段时间内仍将徘徊迷离。国内市场方面,7月份CPI同比上

涨6.5%,创2008年7月以来37个月的新高,通胀压力挥之不去,市场加息预期再度抬头。国际市场方面,美债评级下调后,美国市场利率会大幅攀升,进而提高全球的借贷成本,导致实体经济再次陷入衰退,美联储推出QE3的可能性必然增大。另一方面,继葡萄牙、意大利、希腊、西班牙四国后,意大利很有可能成为接下来陷入主权债务危机的国家。由此,美债、欧债两大推手必然会持续抬高全球股市风险。

据历史经验来看,股市与债市二者关系恰如跷跷板,债券市场以其风险较低、回报稳健的特

点,有望成为广大投资者的资产配置新宠。近期债市利好不断,市场资金面明显缓解,7天回购利率已回落至3%左右的三个月以来低位。对于广大散户投资者来说,参与交易所债券市场较银行间债券市场门槛更低,更为便捷。其中,公司债因可在交易所市场进行质押式回购,流动性强,特别有利于散户投资;高信用资质(AAA评级)公司债风险很小,回报远高于银行定期存款,是稳健投资的理想选择。

尽管公司债债券供给较少,但近期走势强劲,最具代表性的08江铜债已连续7个交易日上涨,价格由78.66元上涨至80.20元。

近日,大秦铁路公司债正式获准发行,预计下周将启动发行。该公司债主体和债项评级均为AAA,违约风险极小,为高信用资质公司债。同时,其两年的期限相对于此前多为中长期的公司债而言也较短。据公司董事会和股东大会决议显示,该债券发行总额不超过80亿元,属于近期较大规模发行。受到前期铁路相关负面新闻影响,预计收益率方面将有一定优惠,和两年期定存相比,存在较大优势。

资料显示,大秦铁路股份有限公司是以货物运输为主,货运客运协调发展的综合性铁路运输公司,是担负我国“西煤东运”战略任务规模最大的

的煤炭运输企业,也是我国最大的上市铁路公司。该公司营业收入80%以上来自于货运,2010年公司完成货物发送量4.8亿吨,占全国铁路货物发送总量30.8亿吨的15.45%,其中完成煤炭发送量4.0亿吨,占全国铁路煤炭运输总量的25.60%,在全国铁路煤炭运输中处于重要的战略地位。大秦铁路2008~2010年公司净利润从65.3亿元增长到104.1亿元,年复合增长率26.3%,2011年第一季度,该公司净利润为34.2亿元,较上年同期增长30.5%。截至2011年3月末,公司总资产和净资产分别为981.1亿元和597.5亿元,在行业中处于领先地位。