

银行涉房贷款质量将好于预期

研究结论

- 2009 年以来银行对房地产业的风险敞口有所扩大。虽然 2009 年以来按揭贷款+房地产开发贷款占银行贷款总额的比例基本保持稳定，但由于地方政府融资平台贷款占比迅速上升，银行对房地产行业的风险敞口有所扩大。
- 靠房价上升拉动的城市化已难以持续。目前房地产相关收入已经成为地方财政的重要组成部分，不过占比并没有达到某些观点所认为的 30% 左右，而是在 2009 年达到 23.4%。过去 10 年，中国的城市化可以理解为地方政府土地所有制基础之上的投资循环：地方政府通过基建投入推动土地升值，房价上涨，房地产开发投资升温，地方政府通过控制土地供应来实现卖地收入最大化，通过基建投资实现政绩最大化。近年来地方投资占比持续扩大，背后就是购房者支出在支撑地方政府的投资规模膨胀。但这一过程也是购房者特别是自住型购房者购买力快速消耗的过程。随着房价上升到了一个明显超过自主购买力所能支撑的阶段，靠房价上涨拉动的城市化路径已经到了一个相对难以持续的阶段。在目前的房地产调控压力之下，地方的土地财政收入可能会有一定下降。
- 地产泡沫适度释放对贷款质量影响有限。但我们认为，当前调控对银行贷款质量的影响将小于市场的担忧。（1）不论从国外经验还是先验逻辑来看，按揭贷款一直都是优质资产。仅当房地产市场发生重大危机（例如次贷危机、1998 年香港房地产崩盘）时，按揭贷款才会发生明显的违约情况，在房价温和调整时按揭贷款违约率依然保持高度稳定。（2）开发贷款周期性较强，贷款质量风险波动大。但目前房地产开发商现金流状况良好，若行业性萧条不持续 1 年以上，房地产开发商的破产风潮难以出现。（3）地方政府融资平台贷款质量将好于预期。目前解包还原的情况证实我们此前观点，即银行贷款绝大部分（90% 以上）流入实体项目，而实体项目的自偿性，正是此前市场在判断地方政府融资平台贷款质量时所遗漏的重大因素。更进一步从发展的眼光来看，经济的持续增长以及中央财政的强大后盾，都使得地方政府融资平台贷款质量不会出现大规模恶化。
- 银行估值有反弹要求。此轮中央政府主导的地产调控出发点在于抑制房价的过快上涨，目的是提前释放房地产泡沫，而绝非造成房地产市场崩溃，因此不构成按揭贷款（地产崩盘）和开发贷款（长时间萧条）产生重大不良的条件。尽管目前银行面临一定的资产质量风险和战略转型的压力，目前银行平均 1.9 倍 2010 年 PB 和 11 倍 2010 年 PE 的估值水平存在反弹要求。调整推荐组合为“浦发、兴业、招行、民生”。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师

8621-63325888 × 6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

王鸣飞

银行业分析师

8621-63325888 × 6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109051253

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

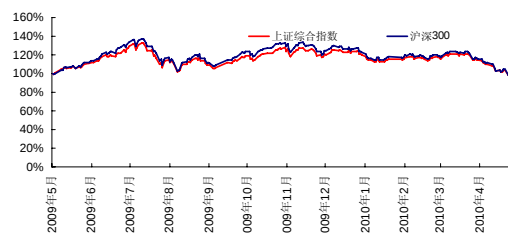
行业

银行

报告日期

2010 年 5 月 24 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

-14.83

-13.98

-1.02

相对表现 (%)

-0.37

0.39

-1.60

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EPS(E)	11EPS(E)	股价
浦发银行	1.50	2.01	2.34	19.23
兴业银行	2.66	2.77	3.42	27.19
招商银行	0.95	1.19	1.47	14.06
民生银行	0.54	0.66	0.82	6.83

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

监管去杠杆、控风险力度超预期	2010-4-22
银行估值压力进一步强化	
地产调控对银行估值构成长期压力	2010-4-19
再融资靴子落地 业绩成长推动估值反弹	2010 年 3 月 26 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

0. 银行依托于城市化的增长路径遭遇瓶颈

近期地产调控引起市场的重大震荡。此次地产调控的力度空前，而当前房地产的泡沫状况同样也是空前的。这两点都使得市场对中国经济向何处去心存疑虑。

银行业亦然。2000 年前后，银行业一度面临“贷款难”的局面，银行的信贷员从“朝南坐”变成求客户、托指标。所幸 1998 年之后住房制度的商品化改革和中国经济每年 1 个百分点的城市化激活了房地产市场，按揭贷款异军突起，存量占比虽小但却为支撑银行需求增长做出了重要贡献。同时，房地产市场的激活为原本拮据的地方财政带来了巨额的土地出让收入，充裕的财政状况推动地方投资日趋活跃。银行通过参与地方政府投资项目，也获得了重要的贷款增长空间，而这一增长路径在 2009 年天量的地方政府融资平台贷款投放中达到了顶峰。

但盛极则衰，2009 年的巨量信贷投放之后，依托于城市化增长路径却已经遭遇瓶颈。这种不可持续性，一方面体现在以北京、深圳和上海为典型的房价泡沫已然形成，另一方面，地方政府对债务杠杆的使用也已经达到了合理水平的上限。过去 10 年银行高度依赖的城市化增长路径未来将向何处去？

本文的观点是，静态来看，本轮地产调整对银行存量贷款质量的影响，将会好于市场的担忧。考虑到近期银行股价已经有 15% 的向下调整，短期内银行股则存在纠错行情的基础。从长期来看，银行面临较大的战略转型压力。

1、2009 年以来银行对房地产业的风险敞口有所扩大

1.1 房地产风险敞口包括地方融资平台贷款

2009 年以前，我国商业银行对房地产行业的风险敞口主要集中在两类贷款中，一类是个人按揭贷款，另一类则是银行投放给房地产商的开发类贷款。决定个人按揭贷款质量的因素包括居民收入和房地产价格等，而开发贷款的质量则与房地产成交量和价格有关。2009 年银行信贷规模扩张迅猛，银行按揭贷款和房地产开发类贷款增速同样较快，这两类贷款占上市银行贷款的比重维持在 23%—24% 的区间。2008 年以后，银行对房地产开发贷款的态度趋于谨慎，占比下降较快；但按揭贷款占比则持续上升并达到历史高点。09 年底上市银行开发类贷款与按揭贷款合计占比为 23.6%，比 08 年上升 0.5 个百分点。

表 1：2009 年按揭贷款比例略有扩大

	2007	2008	2009H	2009
工行	13.17%	13.07%	12.85%	15.26%
建行	16.58%	16.22%	16.09%	17.69%
中行	20.26%	19.26%	17.14%	18.49%
交行	12.62%	11.44%	10.05%	12.23%
招行	19.48%	17.81%	18.46%	23.36%
中信	10.58%	10.11%	7.66%	10.71%
民生	16.14%	13.28%	10.28%	11.28%

兴业	27.54%	22.46%	17.69%	21.25%
浦发	14.85%	13.61%	12.10%	14.96%
华夏	8.43%	6.75%	5.20%	6.46%
深发展	18.89%	15.66%	14.72%	16.48%
北京	7.78%	7.29%	6.44%	7.80%
南京	11.37%	7.76%	6.46%	8.07%
宁波	28.56%	11.80%	7.84%	17.09%
上市银行算术平均	16.16%	13.32%	11.64%	14.37%
上市银行加权平均	15.96%	15.03%	13.95%	16.13%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

表 2：房地产开发贷款占比持续缩小

	2007	2008	2009H	2009
工行	7.46%	7.52%	7.28%	7.36%
建行	9.71%	8.68%	7.86%	7.44%
中行	8.68%	8.24%	7.87%	7.47%
交行	7.03%	6.67%	6.82%	7.03%
招行	6.41%	5.67%	6.74%	6.07%
中信	7.26%	6.35%	4.18%	3.50%
民生	12.96%	13.69%	10.54%	11.75%
兴业	14.01%	11.81%	10.38%	9.39%
浦发	10.66%	9.17%	8.16%	8.71%
华夏	6.32%	6.50%	6.85%	7.80%
深发展	6.52%	5.60%	5.01%	5.99%
北京	14.26%	11.56%	12.39%	13.60%
南京	7.40%	8.47%	7.58%	9.53%
宁波	4.55%	5.75%	6.81%	8.94%
上市银行算术平均	8.80%	8.26%	7.75%	8.18%
上市银行加权平均	8.64%	8.11%	7.57%	7.48%

资料来源：东方证券研究所

2009 年以来，商业银行政府融资平台贷款如雨后春笋般涌现。此部分贷款的偿付直接或间接地依赖于地方财政，而土地财政收入在地方财政收入中的占比近年来迅速增加。因此，银行所投放的地方政府融资平台贷款，也构成银行对房地产业的风险敞口。根据某国有银行的分类方法，地方政府融资平台贷款大致可以分为以下三类：（1）本身有现金流、自偿性比较好的项目；（2）自偿性较

差，但挂靠政府融资平台，平台有现金流，实体会提供担保抵押；（3）基本没有自偿性，融资平台基本就是个壳，主要靠上级财政拨付以满足经营所需和偿还债务。其中第（1）类贷款尽管有地方财政及土地担保，但是由于第一还款来源运行良好，对地方财政的依赖较小。而第（2）、（3）类贷款由于自身现金流不畅、自偿性较差，对地方财政和土地抵押物等第二还款来源的依赖较强。同时由于我国目前地方财政中房地产业相关收入占比较高，地产业的波动无疑将对这类政府融资平台贷款的资产质量造成影响，进而加大银行对房地产业的风险敞口。

表 3：部分上市银行公布的截止 2009 年底的政府融资平台余额

	平台贷款余额	平台贷款占一般贷款比重
工商银行	7200	12.90%
建设银行	6463	13.77%
中国银行	4243	8.84%
交通银行	1390	7.72%
华夏银行	600	14.30%
中信银行	1576	15.00%
宁波银行	50	6.19%

注：各银行公布的政府融资平台余额口径可能并不一致，仅供参考

资料来源：东方证券研究所

从以上三个部分来看，特别是 2009 年以来银行对房地产业的风险敞口确实在扩大。2009 年底，与房地产相关的贷款占银行贷款比例已经接近 40%。其中，个人按揭贷款和地方政府融资平台贷款是主体，而房地产开发贷款规模只有上述二者的 1/2。

表 4：包括地方融资平台贷款在内的涉房贷款在 2009 年比例有明显的提高

	2007	2008	2009H	2009
个人按揭贷款	15.96%	15.03%	13.95%	16.13%
房地产开发贷款	8.64%	8.11%	7.57%	7.48%
地方融资平台贷款	2%	2%	10%	15%
合计	27%	25%	32%	39%

资料来源：东方证券研究所

2、靠房价上升拉动的城市化已难以持续

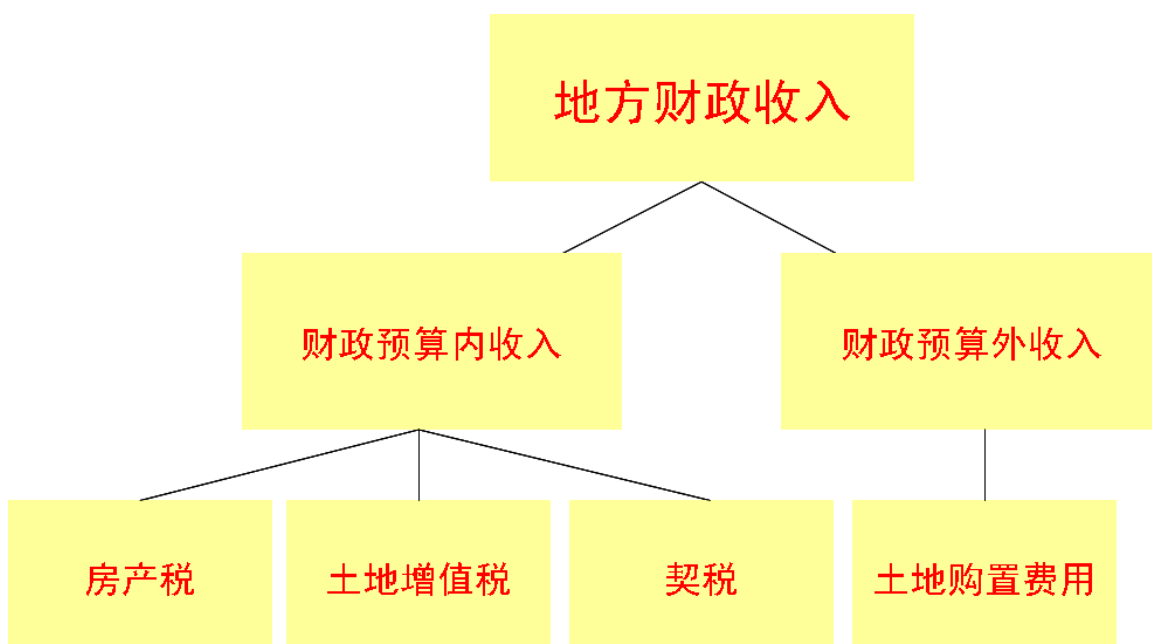
2.1 房地产相关收入已成为地方财政的重要来源

地方财政收入是指地方财政年度收入，包括地方本级收入、中央税收返还和转移支付。地方财政收入分为地方财政预算收入和预算外收入。其中地方财政预算收入包括：1、地方所属企业收入和各项税收收入；2、各项税收收入，含营业税、地方企业所得税、个人所得税、城镇土地使用税、固

定资产投资方向调节税、土地增值税、城镇维护建设税、房产税等；3、中央财政的调剂收入，补贴拨款收入及其它收入。地方财政预算外收入主要有各项税收附加，城市公用事业收入，文化、体育、卫生及农、林、牧、水等事业单位的事业收入，市场管理收入及物资变价收入等。值得注意的是，政府卖地所得的土地出让金收入就归入地方财政预算外收入的范畴。

地方政府财政收入中，与房地产相关的收入主要 4 项：1、土地购置费用；2、房产税；3、土地增值税；4、契税。除土地购置费用以外，其余收入均为预算内收入。

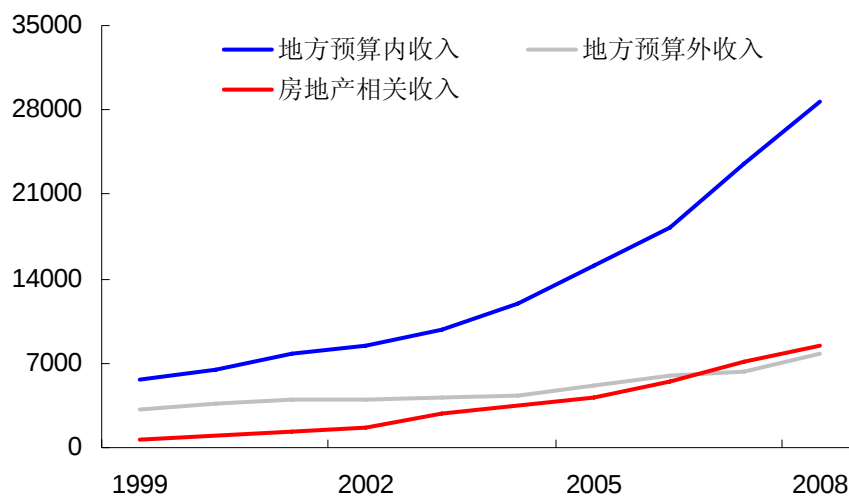
图 1：地方财政收入中房地产相关收入分解



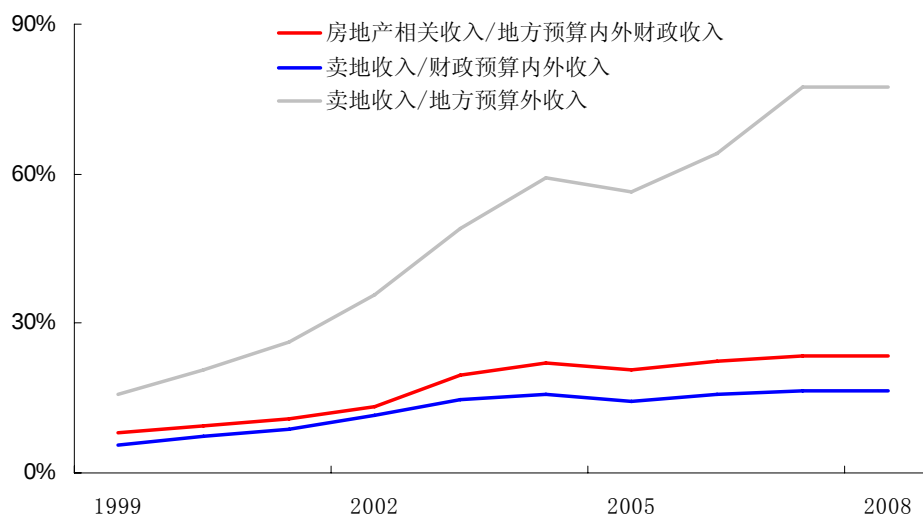
资料来源：东方证券研究所

近年来，房地产相关收入占地方财政收入比重逐年提高，并已成为地方财政重要来源。房地产相关财政收入总额占地方财政收入的比重由 1999 年的 7.9% 升至 2008 年的 23.4%，其中地方政府卖地收入一项占地方财政收入的比重由 99 年的 5.7% 大幅升至 16.5%，占地方政府预算外收入的比重更是由 15.6% 骤升至 77.5%。

自从 1998 年国务院下发《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》启动房地产由“福利化”向“商品化”过渡的第一次房改以来，房地产相关收入占地方财政的比重就不断提升，时至今日，已成为地方政府财政收入的一项不可或缺的重要来源。

图 2：地方财政收入中房地产相关收入分解


资料来源：国家统计局，WIND，CEIC，东方证券研究所

图 3：地方财政收入中房地产相关收入分解


资料来源：国家统计局，WIND，CEIC，东方证券研究所

地方政府的房地产相关收入不仅与房地产价格有关，也与房地产的交易数量有关。如，土地出让收入不仅看地价，也看土地拍卖数量。契税同样与房产交易价格和数量相关。而房地产行业一旦深度调整，势必从价和量两个方面影响地方的房地产相关收入。

2.2 房价泡沫导致过去十年的城市化模式变得不可持续

中国的城市化可以理解为地方政府土地所有制基础之上的投资循环：地方政府通过基建投入推动土地升值→房价上涨→房地产开发投资升温→地方政府通过控制土地供应来实现卖地收入最大化→通过基建投资实现政绩最大化。近年来地方投资占比持续扩大，背后就是购房者支出在支撑地方政府的投资规模膨胀。但这一过程也是购房者特别是自住型购房者购买力快速消耗的过程。随着房价上升到了一个明显超过自主购买力所能支撑的阶段，上述城市化循环已日益难以持续。

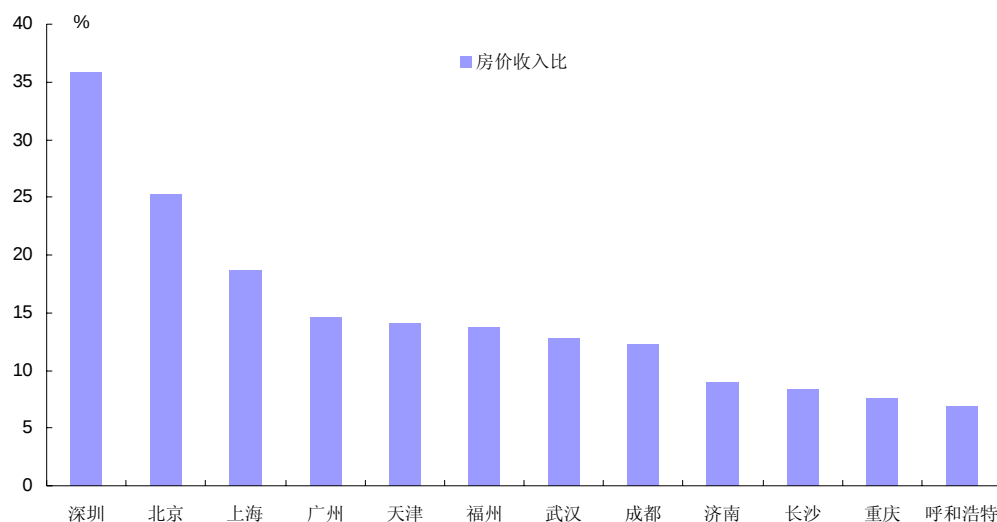
目前我国部分地区（城市）房价已突破合理区间，房地产泡沫已然形成。

一方面，房价收入比已经达到历史高点。

在主要城市房价收入比指标的测算上，我们使用中房指数研究院公布的当地商品住宅销售均价，并假设住宅平均面积为 90 平方米。同时我们采用家庭收入作为基数，并假设一户家庭夫妻双方同时工作，人均收入为当地城镇居民可支配收入。测算结果如下：

截止 2009 年 3 季度，深圳房价收入比在全国主要城市中排名第一，超过 35 倍，而北京也达到了 25 倍以上。另外，上海、广州、深圳、福州等主要城市的房价收入比都在 10-20 之间。这意味着，上海的一个普通家庭，平均需要花费 18 年的全部收入才能购买一套 90 平方米的商品住宅，倘若使用银行贷款，则可能需要 20 年以上才能购买一套住房。若我们将储蓄率设定为 50%，则普通家庭需要 40 年才能购置一套自有住房。相比之下，大部分国家的房价收入比在 10-15 年左右，且基数为单一劳动者，这就意味着中国某些城市的相对房价是国外的 3 倍。从这个角度看，当前大部分主要城市的房价已超出普通自住者的承受范围。

图 4：主要城市房地产（居民住宅）成本收入比高企



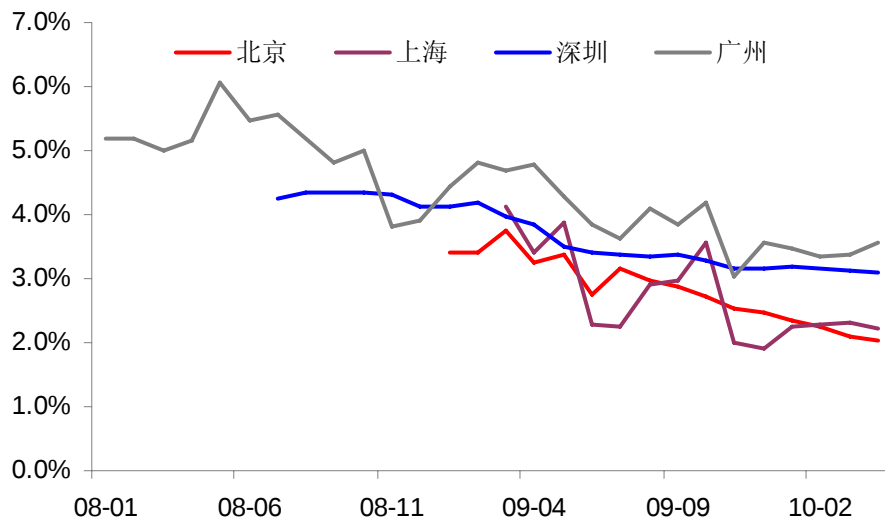
资料来源：中房指数公司，国家统计局，东方证券研究所

另一方面，租金率下降到历史低位意味着房地产投资日益依赖于资本利得

对于投资型购房需求而言，普通商品住宅的租金率随着房价的走高不断下降，投资客越来越依赖房价上涨带来的价差收益，而非租金收益。

我们统计了美联物业公布的主要城市的住宅租金率。自 08 年以来，北京、上海、深圳和广州住宅租金率持续走低。其中北京和上海的住宅租金率由 3.5%—4% 区间已降至今年 4 月 2%—2.2% 区间，而深圳和广州的住宅租金率则由 4.5%—5% 区间降至 3%—3.5% 区间。不考虑房价上涨带来的价差收入，目前北京和上海的住宅租金回报率甚至不及 1 年期法定存款利率，而深圳和广州的收益率也不具吸引力。

图 5：主要城市住宅租金率不断降低



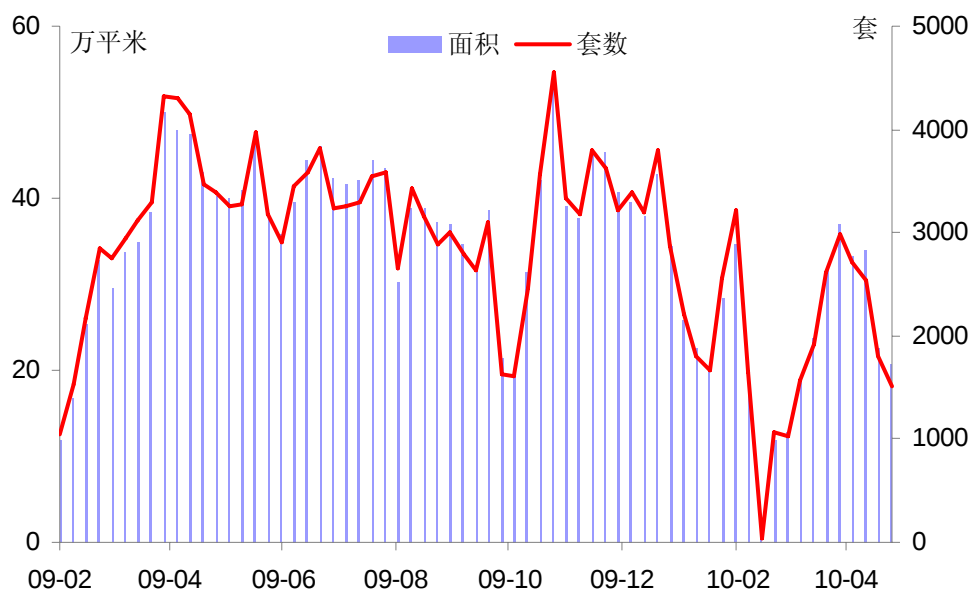
资料来源：美联物业，CEIC，东方证券研究所

2.3 房地产调控恐影响地方的房地产相关收入

自 4 月 14 日国务院下发关于坚决遏制部分城市房价过快上涨通知，掀起新一轮房地产调控以来，我们地产研究团队监测的重点城市房地产成交量下滑明显，如北京、上海、深圳等城市一手房的成交面积和套数迅速回落，与往年“金四银五”的规律大相径庭。并且我们地产研究团队预期未来两至三个季度内，地产成交量回落或维持低位的趋势仍将延续：从需求者角度来看，购房者由于预期未来房价可能走弱，因此会减缓购房计划；而从供给方来看，地产商目前整体现金充裕，尽管地产交易量下降导致现金流入开始减缓，不过仍不愿意在短期内降低售价。

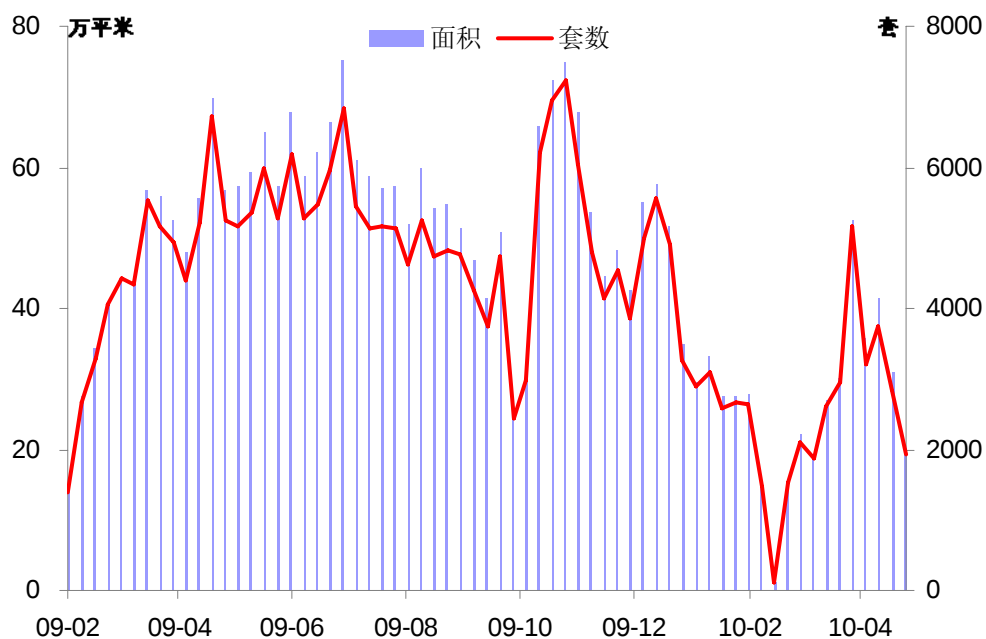
房地产开发环节同样将出现价量齐跌的局面。由于地产商资金流入减少，且对房地产开发盈利前景的预期出现下调，买地的欲望也会相应降低。可以预见，未来两三个季度如果地方政府不降低地价（大概率事件），地方政府的卖地收入可能会因为土地出让面积的下降而出现环比下降。事实上，自地产调控新政出来以来，北京、上海、南京等地的土地出让价格均出现松动，而北京顺义地区马坡镇新城 9 号地西侧地块已出现流拍的现象。

图 6：北京一手房成交量下滑明显

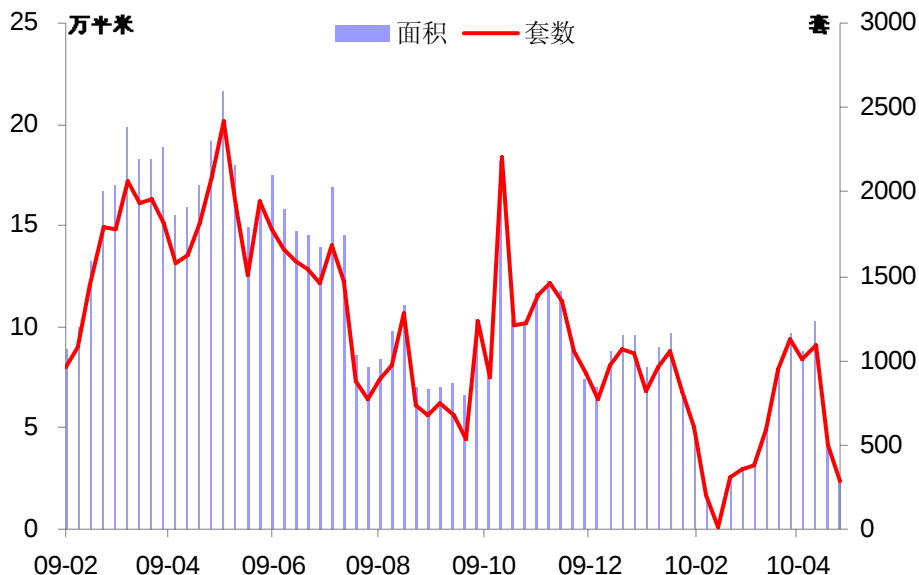


资料来源：国家统计局，WIND，CEIC，东方证券研究所

图 7：上海一手房成交量下滑明显



资料来源：国家统计局，WIND，CEIC，东方证券研究所

图 8：深圳一手房成交量下滑明显


资料来源：国家统计局，WIND，CEIC，东方证券研究所

随着成交量持续下滑，地产商的现金流将可能吃紧，并且我们预期，此次房地产调控的力度空前，倘若房价持续维持高位，调控政策将不断涌现，因此地产商可能在两三个季度以后最终开始降价。而地方政府由于土地出让收入持续减少，财政压力加大，加之房价松动，有望逐步降低土地售价，然而此时房地产企业资金流仍然处于吃紧状态，土地成交量可能仅略有回升，地方政府的卖地收入可能将继续下降。

因此我们判断，短期内，地方政府卖地收入受制于量，而中期看则受制于价，卖地收入可能受地产调控而有所下降。

3. 地产泡沫适度释放对贷款质量影响有限

3.1 按揭贷款：仅在重大房地产危机下出现问题

（1）按揭贷款低风险的三个原因

通常情况下，住房按揭贷款风险相对较低，若居民部门现金流不发生重大问题，按揭贷款质量都不会受到明显影响。其原因包括：

首先，按揭贷款都有一定比例的首付。中国内地至少 20%，而大部分房产首付比例都高于 30%。中国银行业对按揭首付的要求比国外同行更为严格。

其次，按揭贷款是抵押贷款。银行有处置房产以补偿贷款损失的权利。

最重要的是，按揭贷款是无限责任贷款。市场上关于按揭贷款有颇多误解，其中一种是“若房价跌去了首付，购房者就会违约”。事实上，即使房价的下跌确实已经使得购房者损失了首付，剩余房

价已经低于贷款，仍有两个因素制约贷款人的违约行为。一是银行仍有权就房屋拍卖后不足补偿贷款损失部分继续向贷款人追索，贷款人无法通过类型对公企业的破产机制来逃避债务。二是贷款人违约需要承担重大个人信用成本。

(2) 从巴塞尔协议来看银行业对于按揭低风险的共识

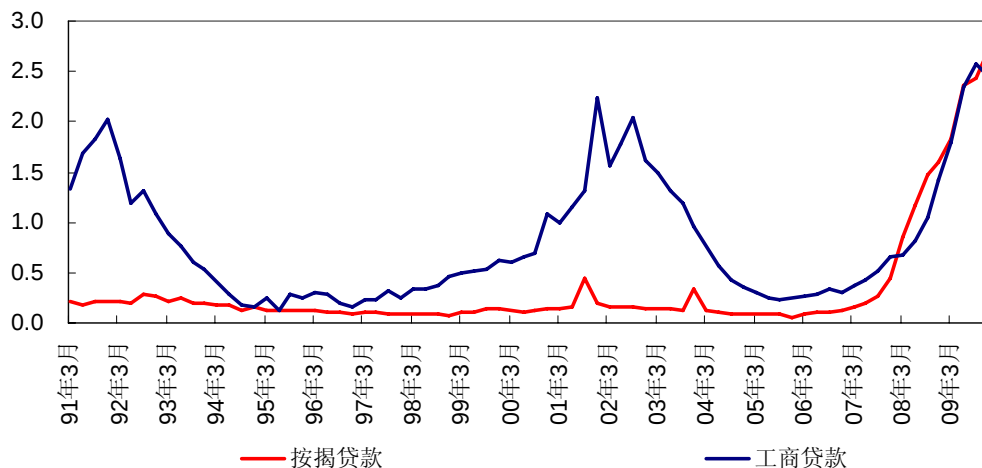
从巴塞尔协议来看，1988年版的巴塞尔协议规定，住房按揭贷款的风险权重为50%（根据《商业银行资本充足率管理办法》，目前我国也是按照此标准执行）。而在即将实行的新巴塞尔协议下，按照标准法计算的住房抵押贷款的风险权重更是仅为35%。巴塞尔协议认为，相对一般商业贷款，住房按揭贷款风险较低，所需要占用的资本也相应较少。

(3) 海外经验：仅在重大危机时按揭违约率可能有明显攀升

考察两个典型市场：美国和香港，我们看到，在正常周期情况下，按揭贷款的违约率/损失率显著低于一般性贷款，且呈现非常弱的周期性。但如果发生重大房地产危机，则可能对按揭违约率/损失率构成较为显著的影响。

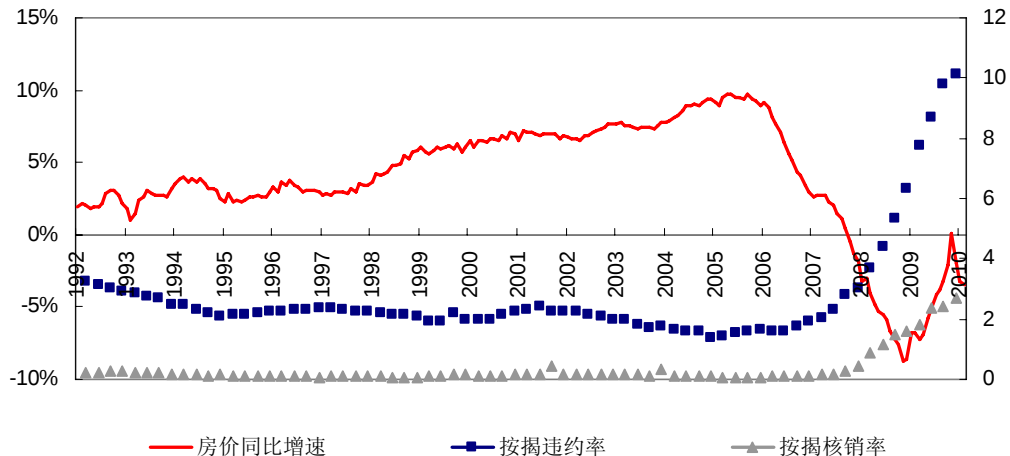
在过去近20年中，美国按揭贷款的损失率（核销率）在其中的16年里一直低于一般工商贷款的违约率，1991—2006年平均损失率仅15BP，且呈现非常弱的周期性特征。不过我们也确实看到，在2007年以来的次贷危机中，按揭贷款的损失率有明显的攀升，峰值超过2%。这一方面与房地产市场和国民经济的深幅调整有关（因此影响到居民收入），另一方面，次贷危机爆发前美国银行业过分放松按揭贷款信贷标准，向低收入者大量发放贷款也是重要原因。

图9：美国按揭贷款贷款损失率（核销率）长时间低于一般贷款



资料来源：FDIC，FED，东方证券研究所

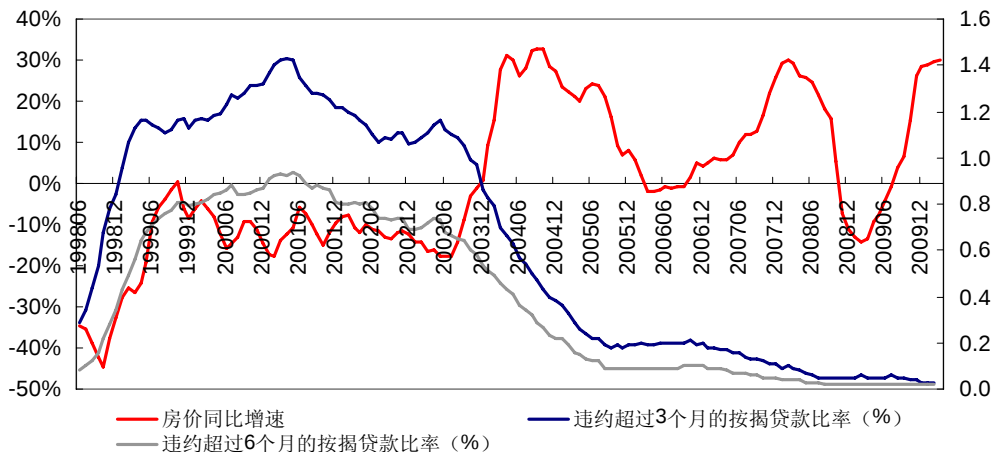
图 10：2007 年以来的次贷危机确实造成按揭贷款不良率明显上升



资料来源：FDIC，FED，东方证券研究所

香港的情况大体类似。一般经济周期下按揭贷款违约率持续处于 20BP 的超低水平之下，仅当 1998 年这种重大国民经济和房地产危机的情况下，按揭违约率才出现显著上升，峰值达到 1.2% 左右。

图 11：香港按揭贷款贷款违约率始终维持低位



资料来源：香港金管局，东方证券研究所

3.2 开发贷款不良率将有一定反弹

（1）开发贷款具有强周期性特征

房地产开发类贷款涉及土地、城建、规划、环保等多个部门，从土地取得项目审批、从在建工程的抵押到房屋的预售等，步骤冗长，并且每一个环节都包含着潜在的风险，都有可能对房地产开发

类贷款安全构成威胁。此外，由于房价波动大、政策环境的不确定以及房地产企业自身的高杠杆率使得房地产开发贷款的贷款人本身的风险较高，加之开发贷款抵押多采用土地、房产等，本身价值的波动性也较强，因此房地产开发贷款通常有“期限长、贷款人风险大及抵押物价值波动高”等特点，因此一般认为这类贷款风险中等偏高。从巴塞尔协议和海外案例来看，也证明了这一点。

巴塞尔协议对开发类贷款的风险权重为 100%，与一般贷款一致，而新巴塞尔协议下，按照标准法，开发类贷款的风险权重仍为 100%；按照内部评级法，资质一般的开发类贷款的风险权重可以达到 200% 以上。因此在巴塞尔协议体系下，开发类贷款至少属于中等风险贷款。

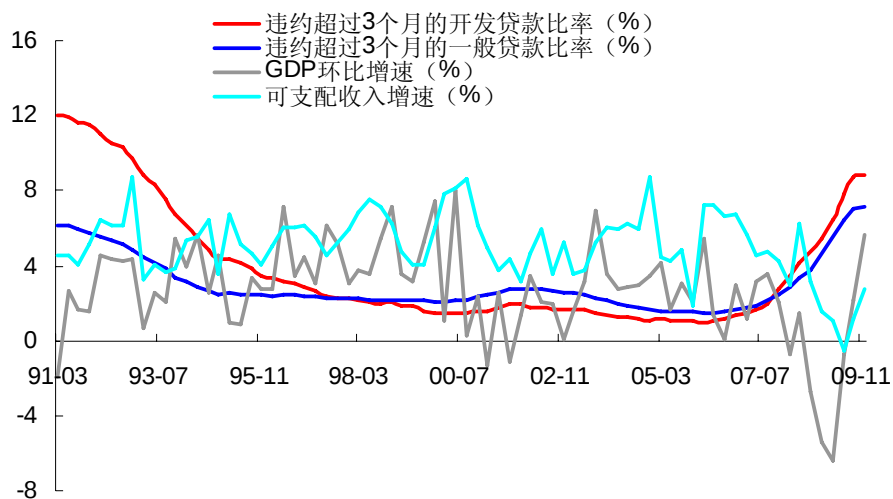
表 5：新巴塞尔协议下按照内部评级法开发类贷款的风险权重

监管类别	优	良	中	差	违约
风险权重	100%	125%	175%	350%	625%

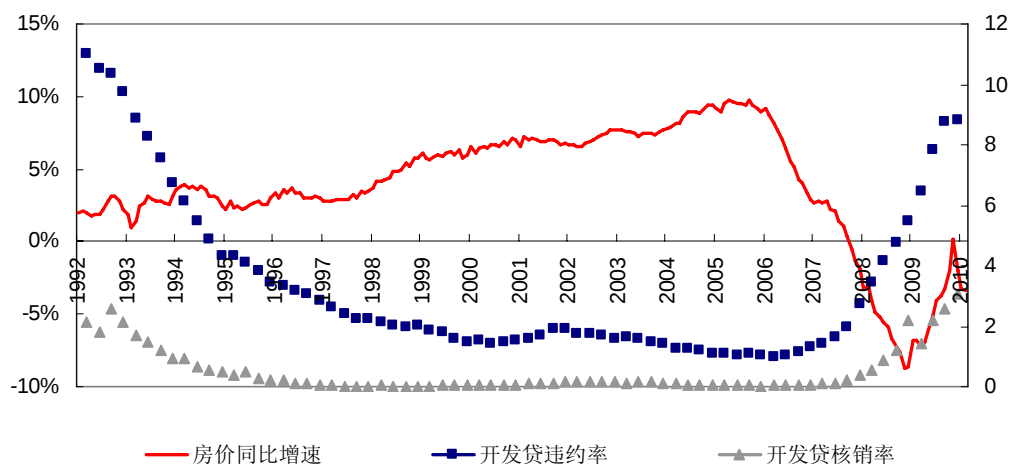
资料来源：东方证券研究所

从美国经验来看，房地产开发贷款违约率在过去 20 年中与一般贷款违约率相当，在经济增速强劲的背景下，开发贷款违约率大多低于一般贷款（00 年至 07 年），而在经济向下或复苏初期，开发贷款违约率则会高于一般贷款（1991 年以后及 08 年以后）。如果从过去 20 年的经验来看，开发贷款的违约率基本与一般贷款持平，不过其波动性（Beta）明显大于一般贷款，在经济出现波动时，违约率会迅速上升。

图 12：美国房地产开发贷款风险中等



资料来源：FDIC, FED, 东方证券研究所

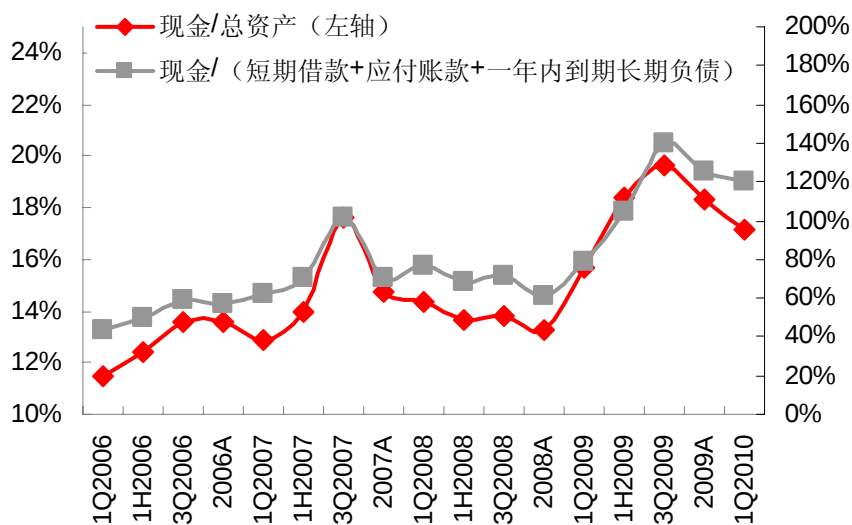
图 13：2007 年后美国房价下跌造成开发贷款质量明显恶化


资料来源：FDIC，FED，东方证券研究所

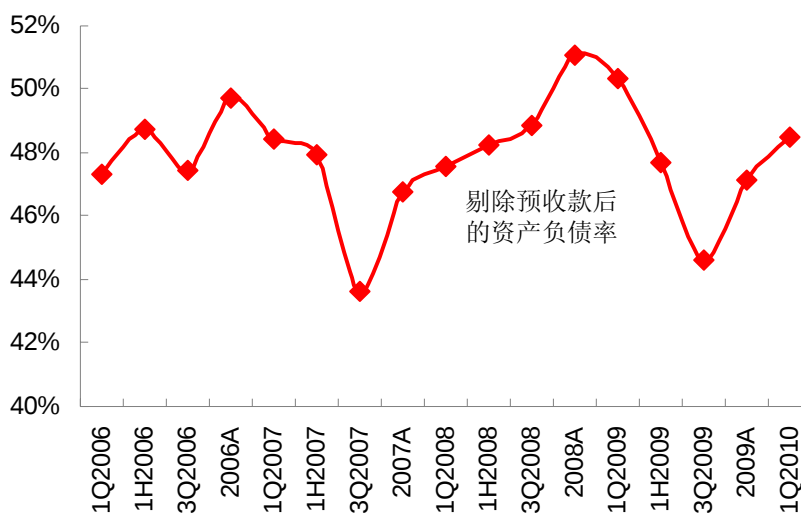
(2) 目前我国房地产企业现金流充裕，抵御短期市场波动能力强

不过积极的因素是，目前我国房地产开发商现金充裕，有能力抵御短期的房地产市场波动。与 08 年金融危机时不同，2009 年以来虽然房价反弹较快，但开发商大都谨慎拿地，并且通过良好的销售回笼了大量现金。目前丰裕的现金情况足够开发商支撑 1 年左右，这意味着说至少在未来一两年的时间里，银行的房地产开发贷款的风险都处于可控状态。

目前就上市地产企业情况来看，进入 2010 年，地产公司继续回补库存，但得益于前期积累大量资金，截至一季度末，81 家地产上市公司现金/总资产和现金/（短期借款+应付账款+一年内到期长期负债）依旧维持在 17% 和 121% 高位，资金面仍为宽裕。

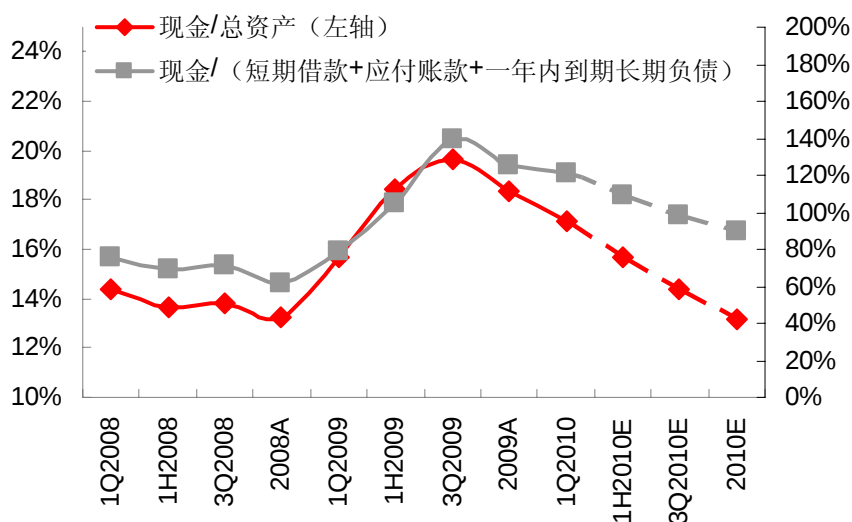
图 14：上市地产公司现金流水平


资料来源：WIND，东方证券研究所

图 15：上市地产公司剔除预收款后的资产负债率走势


数据来源：WIND，东方证券研究所

按照我们房地产研究团队的测算结果，政府收紧政策虽然直接打击了楼市的成交，但政策的提前出台又让开发商略显从容，2010 年地产企业的资金流将不会出现问题（见我们地产研究团队 5 月 10 日发布的《全年资金基本无忧》报告）。

图 16：地产公司资金状况测算


数据来源：WIND，东方证券研究所

3.3 地方政府融资平台贷款质量将好于预期

(1) 当前市场对于地方政府融资平台贷款的担忧

目前市场对于地方政府融资平台贷款的质量颇有担心，主要逻辑是：（1）地方政府融资平台贷款规模过大，地方政府负债率和偿债率指标都已经明显超过合理水平；（2）地方财政收入对于土地财政的依赖度较高，在地产调控背景下，地方政府的偿债能力将进一步受到削弱。

从市场当前一些流行的对比来看，地方政府负债率确实已经达到了非常严重的情况。从静态来看，如果仅靠目前的地方财政收入可能很难在短期内偿付 7.3 万亿的地方融资平台贷款本息。由于未公布 09 年的地方政府预算外收入及地方政府土地购置费用，我们采用 09 年全国土地出让收入增速作为地方政府土地购置费用增速，同时由于土地购置费用占地方政府预算外收入的 7 成，我们将这一增速作为地方政府预算外收入的增速。如果按照这种假设，则 2009 年地方政府预算内外的收入总额大致在 4.4 万亿左右，如果不进行任何支出，则需要 1.7 年将平台贷款全部偿还完毕，这还不考虑任何利息支出及政府开支。

表 6：地方融资平台贷款余额占地方财政收入比重

单位：亿 元	地方财政预算内 收入	地方财政预算外收入 (预测数)	地方财政收入总和	政府融资平 台额	倍数
2008	28650	7739	36388	41000	1.13
2009	32581	11066	43647	74000	1.70

资料来源：国家统计局，东方证券研究所

而如果占财政收入比例接近四分之一的房地产相关收入未来有所下降，则地方财政偿付政府融资平台贷款的压力将会更大。尽管政府融资平台贷款属于中长期贷款，但是从静态来看，这类贷款未来仍将承受很大的考验。

(2) 实际贷款质量可能要明显好于预期

我们对地方融资平台贷款的质量保持谨慎态度，但仍认为会明显好于市场的上述预期，最主要是我们认为目前项目自身现金流被忽略，而这是目前市场讨论地方融资平台贷款时的一个非常重大的逻辑前提缺失。如果说地方政府融资平台贷款主要被用于弥补地方财政缺口，那么上述逻辑是成立的，即 170% 的负债率已经超过了合理水平；但即使从银监会发布的信息来看，未流入实体项目的贷款比例也不会高于 10%，上市银行也先后在近期表示，从解包还原后的情况来看，90% 以上的贷款资金都流入了项目。这些项目可能收益率并不太高，但即使假设 4% 的 ROA，并假设 40% 的项目资金来源于银行贷款（2008 年，规模以上工业企业 ROA 为 7.09%，；固定资产投资资金来源中，贷款占比仅 14.5%），则项目投产后，每年的息税前利息保障倍率将达到 2 倍，基本上能满足还本付息的需要。

同时，我们强调要用发展的眼光去看待地方政府融资平台贷款问题。首先，经济的持续增长能够帮助解决地方财政赤字问题。其次，地方财政事权和财权的不对等是造成地方政府融资平台贷款现象的重要原因，而这一现象有得到逐步解决希望。包括物业税等税种一旦开征，对于充实地方财政收入、降低对土地财政的依赖都有重要作用。

3.4 结论：大概率情境下涉房贷款质量将好于市场担忧

根据以上分析，在目前情况下涉房贷款若要出较大问题，当且仅当房地产市场发生重大（30%以上跌幅）和长期（1 年以上）的持续萧条。（1）对于按揭贷款来说，短期内的小幅波动不足以构成显著性威胁，香港 2006 和 2008 年房地产市场的短暂回调基本没有对按揭贷款构成影响。仅当小概率事件发生，即房地产市场经历持续的深幅调整时，并影响国民经济增长和家庭现金流状况时，才会显著影响到按揭贷款的质量。（2）目前国内的地产开发商现金流充裕，有能力应对一年以内的房地产市场萧条。（3）地方政府融资平台贷款进入实体项目的情况明显好于市场的预期，项目自身现金流的自偿性是市场此前在判断地方政府融资平台贷款质量时所忽视的重大变量，而基于这种不正确的逻辑前提，此前市场对地方政府融资平台贷款质量有过度的担忧。

我们认为，房地产调控导致房地产行业出现重大和长期萧条的可能性很小。此轮中央政府主导的地产调控出发点在于抑制房价的过快上涨，目的是提前释放房地产泡沫，而绝非造成房地产市场崩溃。预计在房价发生 20-30% 的下跌之后，相关调控政策就会趋于缓和。当然，小概率事件是，在房价因严厉的调控政策发生暴跌之后，政府可能失去对房价的控制力。例如，2006 年前后美国政府主动加息试图释放资产泡沫，却造成经济的深度衰退。但我们认为，中国对经济的控制力明显更强，上述情景在中国重演的可能性为小概率事件。

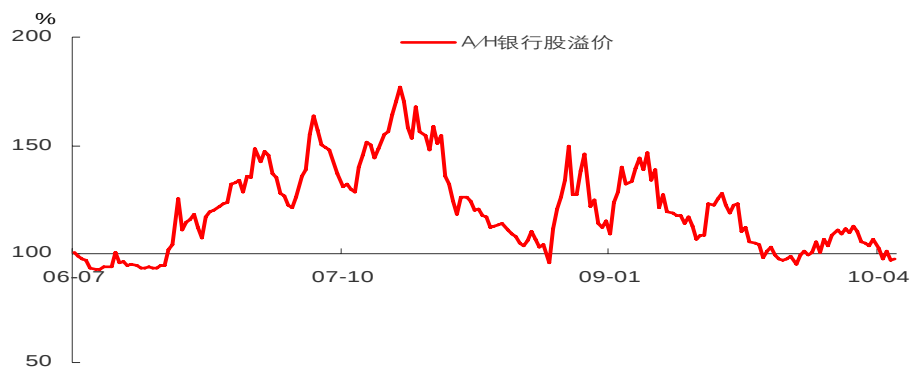
基于以上判断，我们认为前期股价下跌所反映的地产调控的悲观前景，将被相对温和的经济现实逐步纠正。对于银行涉房贷款质量的担忧，也会逐渐被证明是过度的。

4、银行估值有反弹要求

尽管目前银行面临一定的资产质量风险和战略转型的压力，不过无论从上市银行的 PE、PB 指标、相对大盘的 PE、PB 水平以及 AH 银行溢价率等角度而言，当前上市银行的估值水平都降至历史估值的底线。目前银行股估值平均在 1.9 倍 2010 年 PB 和 11 倍 2010 年 PE。虽然行业整体面临去杠杆以及 ROA 长期下降的压力，但当前的估值水平仍处于相对偏低状态，短期内有反弹要求。

调整推荐组合为“浦发、兴业、招行、民生”。

图 17：A-H 溢价徘徊在历史低点



数据来源：WIND，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn