

银行行业深度报告

地产产业链修复几成？哪些银行受益？

增持（维持）

2022年05月03日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

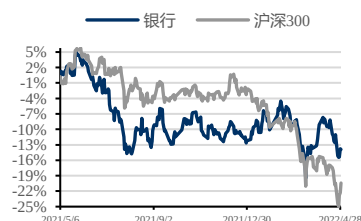
研究助理 曹志楠

执业证书：S0600121050028

投资要点

- **房地产周期影响银行信贷扩张规模和资产质量，银行与地产行情高度相关。**房地产周期决定银行资产规模、增速和资产质量。房地产行情启动与销售回暖时点基本吻合，分为三步走：第一步，政策落地，表现为宽货币、松地产信号确定性较强，市场预期扭转，时间一般为1-2个季度；第二步，信心企稳，表现为为宽信用企稳、M1、居民中长期贷款增速稳步回升，短则1个季度落地，长则滞后2-3个季度；第三步，业绩兑现，表现为房企销售回暖，一般与宽信用同步。
- **2008年至今，地产和银行涨跌幅相关性高达0.8，经历过三轮地产和银行联动行情，但2017年“房住不炒”以来相关性降低。**
- **1) 08-09年，货币、地产、财政政策均大幅宽松，宽信用快速落地，银行地产行情强势启动，持续时间长达9个月，地产涨幅215%，银行涨幅接近145%。**兴业、浦发、平安银行涨幅居前。
- **2) 12-13年整体宽松力度较小，地产宽松预期没有落地，此轮银行地产行情持续时间仅2个月，银行涨幅51%，地产涨幅33%，也均跑赢大盘。**持续时间仅2个月，地产和银行涨幅分别为33%和51%，民生、平安、兴业涨幅居前。
- **3) 14-15年，房地产周期强势，但宽信用时滞较长，在宽货币阶段，银行股率先发力，涨幅60%，跑赢大盘。**宽信用阶段，资金从股市流向地产，业绩预期兑现，地产涨幅41%，跑赢大盘，银行指数涨幅13%，略跑输大盘。浦发、招商、南京、宁波银行涨幅居前。
- **当前地产修复进度：**1) 政策端：频繁释放信号，仍未打出所有“弹药”，政策工具箱包括降准降息、疏通宽信用渠道、以及更多城市加入松绑限购限贷的队伍。2) 银行端：融资渠道逐步恢复，并购贷松绑，但优质资源向国企集中，民营房企风险仍未完全释放。3) 地产端：局部地区有销售面积增速环比恢复，但疫情反复，打乱房地产“小阳春”复苏节奏，房企尤其是民营房企仍面临融资压力。
- **本轮修复有何不一样？**1) 房地产方面，一方面房地产长周期拐点已至，房地产价格全面上涨预期正在瓦解，居民购买力和加杠杆能力有所透支。2) 银行有意逐步降低房地产风险敞口，银行对房地产贷款占比从2019年29.0%的高点降至2021年27.1%。虽然稳增长方向未变，但将拉长本轮修复周期。
- **哪些银行会受益？**我们看好稳增长逻辑下银行行情，主要逻辑：一是稳增长尚存空间，当前的修复行情在未来一段时间内有望得到延续，降低银行负债成本。二是多地政策调整，房地产有望逐步企稳，人口流入、区域经济发展强劲的银行受益。三是受房地产风险敞口和坏账拖累的银行有望反转。关注邮储银行、招商银行、宁波银行、成都银行、平安银行、兴业银行。
- **风险提示：**稳增长不及预期，房地产硬着陆，政策对冲力度不足。

行业走势



相关研究

《降低银行拨备率将释放多少流动性？》

2022-04-20

《金融数据超预期，更需关注融资需求——3月金融数据点评》

2022-04-12

内容目录

1. 房地产周期与银行估值修复行情	4
1.1. 第一轮：2008 年底房地产周期强势启动.....	6
1.2. 第二轮：12 年底-13 年初，改革预期带动地产行情小幅反弹	7
1.3. 第三轮：14 年-15 年，去库存带动银行地产行情再次强势启动	8
2. 当前地产产业链修复进程	10
2.1. 政策端：频繁释放信号，仍未打出所有“弹药”	10
2.2. 银行端：融资渠道逐步恢复，并购贷松绑，但优质资源向国企集中，民营房企风险仍未完全释放.....	11
2.3. 地产端：仍面临融资压力，目前仅局部地区有销售恢复迹象.....	13
3. 哪些银行会受益？	16
4. 风险提示	19

图表目录

图 1: 银行和地产股价走势相关性高达 0.8.....	5
图 2: 2008 年以来地产银行股上涨行情.....	5
图 3: 2020 年以来房地产贷款占比和房地产开发贷占比均出现下行趋势.....	5
图 4: 08 年 Q3 宽货币, 传导至宽信用约 1 个季度.....	7
图 5: 08 年底宽信用、地产销售端同步回暖.....	7
图 6: 09 年 Q1 房地产销售、投资和拿地全面回升.....	7
图 7: 08 年 11 月-09 年 7 月, 银行地产行情同步.....	7
图 8: 12 年初宽信用企稳.....	8
图 9: 12 年地产销售端缓慢回暖.....	8
图 10: 13 年初地产产业链恢复.....	8
图 11: 12 年底 13 年初银行地产行情小幅反弹.....	8
图 12: 14 年 4 月宽货币, 15 年 4 月传导至宽信用.....	9
图 13: 15 年 3 月地产销售端回暖.....	9
图 14: 15 年底-16 年初房地产投资拿地回暖.....	10
图 15: 14-15 年地产与银行行情分两个阶段.....	10
图 16: 全国 103 城市首二套房贷款平均利率走势.....	11
图 17: 2021 年 10 月以来全国房贷平均放款周期.....	11
图 18: 2020 年 1 月-2022 年 3 月新增居民中长期贷款.....	12
图 19: 2022 年第一季度商品房销售数据.....	14
图 20: 2021 年以来房地产开发资金来源同比增速.....	15
图 21: 2021 年 10 月-2022 年 3 月房企融资规模.....	15
图 22: 2021 年 10 月-2022 年 3 月房企各类融资同比.....	15
图 23: 2022 年 9 月以来房屋新开工、施工、竣工累计值及累计同比.....	15
图 24: 2022 年第一季度成交土地占地面积.....	16
图 25: 2021 年以来土地溢价率.....	16
图 26: 3 月 15 日以来房地产和银行估值修复.....	17
图 27: 今年初房地产估值表现.....	17
图 28: 今年初银行估值表现.....	17
图 29: 上市银行对公房地产贷款率不良率明显上升.....	18
图 30: 个人住房贷款不良率基本保持稳健低位.....	18
表 1: 2022 年以来房地产需求端政策梳理.....	11
表 2: 2022 年以来房企并购类融资梳理.....	12
表 3: 全国 34 大中城市 3 月商品房销售面积及变动情况.....	14
表 4: 2021 年报上市银行涉房贷款占比排名.....	18

1. 房地产周期与银行估值修复行情

房地产周期和信贷周期高度相关。第一，房地产周期很大程度上决定银行资产规模和增速。从融资需求来看，房地产具有体量大、产业链广、业务周期长等特点，在拿地、开工、施工等环节均有大量融资需求，并带动上下游产业链和居民购房加杠杆。从资金供给来看，不动产天然具有抵押属性，符合银行偏好，提高放贷意愿。第二，房地产一定程度上决定银行资产质量。十次危机，九次地产，房地产稳，则经济稳、金融稳，如果房企大面积违约，将导致银行不良大幅上升。复盘 08-09 年、12-13 年和 14-15 年地产银行联动行情可发现：

1) 房地产行情启动与销售回暖时点基本吻合，分为三步走：第一步，政策预期落地，表现为宽货币、松地产信号确定性较强，扭转市场预期，时间一般为 1-2 个季度；第二步，资金流向地产，表现为宽信用企稳、M1、居民中长期贷款增速稳步回升，短则同步或滞后 1 季度落地，长则滞后 2-3 个季度；三是房企销售回暖，表现为销售面积和销售增速触底回升，一般与宽信用同步，将带动房地产资金来源同步回暖，2-3 个季度传导至房地产开发投资企稳，带动土地购置回升、GDP 企稳。

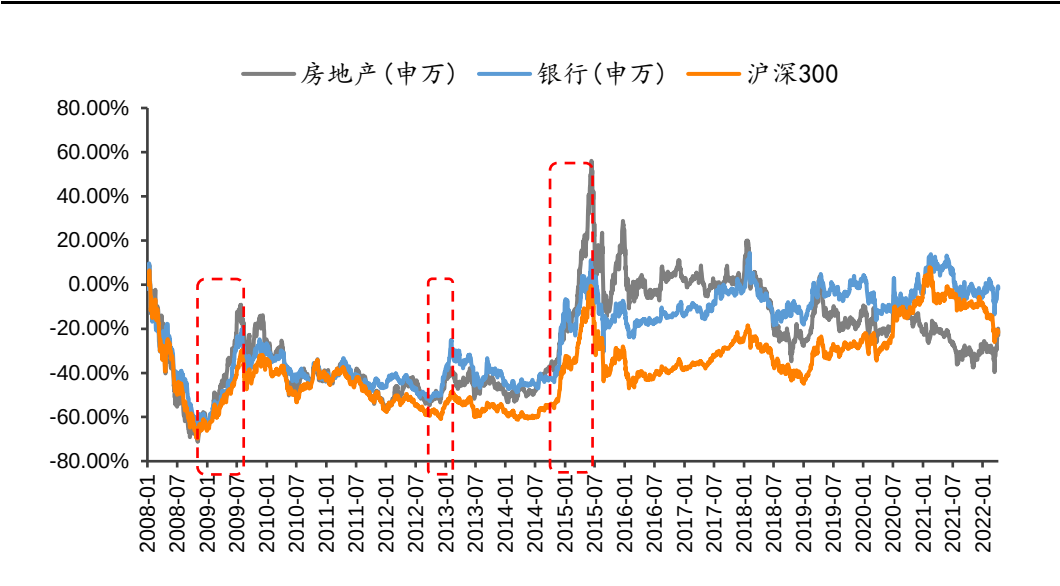
2) 银行与地产联动性相关性总体较强，节奏同步性高。2008 年至今地产和银行涨跌幅相关性高达 0.8，但 2017 年“房住不炒”以来相关性降低，18-21 年房地产走势总体下行，银行则在 18 年初、20 年初有两轮小行情，两者发生背离。

3) 银行与地产修复力度与宽信用相关。08-09 年货币、地产、财政政策均大幅宽松，宽信用快速落地，银行地产行情强势启动，持续时间长达 9 个月，地产涨幅超过 200%，银行涨幅接近 150%，银行估值修复力度略逊于地产。12-13 年整体宽松力度较小，地产宽松预期没有落地，此轮银行地产行情持续时间仅 2 个月，银行涨幅约 50%，地产涨幅约 30%，但也跑赢大盘。14-15 年银行与地产周期强势，但宽信用时滞较长，且处于股市大幅波动之中，较为复杂。在第一阶段，宽货币，银行股受益，率先发力，涨幅约 60%，跑赢大盘，地产涨幅 37%，略输于大盘。在阶段二，股市经历了大幅波动，资金流向地产，地产预期逐步兑现，带动银行股上行，期间地产指数涨幅 41%，跑赢大盘，银行指数涨幅 13%，略跑输大盘。

本轮“稳增长”与“地产-银行”联动行情有何不同？一方面，地产深层逻辑发生改变。房地产长期看人口，中期看土地，短期看金融。人口、劳动力见顶，房地产长周期拐点已至，从增量开发到存量市场，房价上涨预期可能正在消解，房地产行业风险暴露超出此前几轮周期，表现为房企暴雷、保交楼担忧等，居民购房信心不足。另一方面，从银行来看，房地产风险敞口逐步降低。房住不炒、三条红线、集中度管理等房地产金融长效机制背景下，监管鼓励银行贷款流向实体经济、制造业、中小企业、科技创新、绿色金融等领域。同时出于对房企“暴雷”的担忧和对自身信贷风险的管控，银行也不断压降房地产风险敞口，银行对房地产贷款占比从 2019 年 29.0% 的高点降至 2021 年

27.1%。以上两个基本面变化可能拉长本轮地产修复周期。

图1：银行和地产股价走势相关性高达 0.8



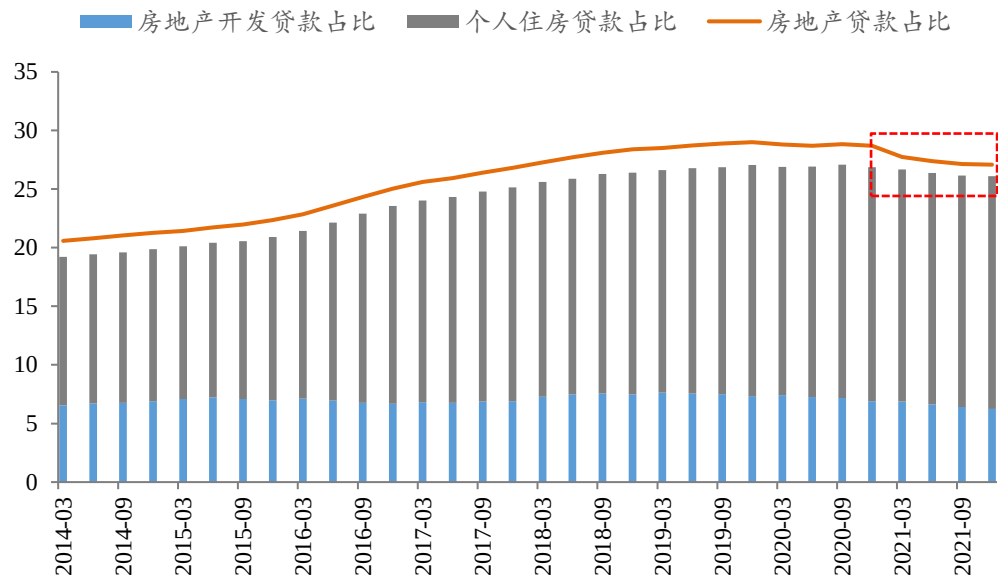
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2008 年以来地产银行股上涨行情

		行情启动时 点	启动时 PB	启动时 PE	行情结束时 点	结束 时 PB	结束 时 PE	行情 持续 天数	期间 涨跌 幅	相对 沪深 300	相对 上证 指数
第一轮	银行	2008-10-27	1.63	6.4	2009-7-31	3.25	19.26	277	145%	19%	47%
	地产	2008-11-4	1.6	20.98	2009-7-28	4.7	50.62	266	215%	84%	114%
第二轮	银行	2012-11-20	0.99	4.95	2013-2-4	1.5	7.64	76	51%	24%	30%
	地产	2012-11-29	1.68	12.8	2013-1-30	2.24	17.1	62	33%	6%	12%
第三轮	银行	2014-11-5	0.86	4.69	2015-1-5	1.33	7.45	61	60%	14%	21%
	地产	2014-11-5	1.83	14.12	2015-1-5	2.48	19.57	61	37%	-9%	-2%
	银行	2015-10-8	1.04	6.49	2015-12-21	1.12	7.25	74	13%	-4%	-3%
	地产	2015-10-8	2.32	18.84	2015-12-22	3.27	27.86	75	41%	23%	25%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2020 年以来房地产贷款占比和房地产开发贷占比均出现下行趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1. 第一轮：2008 年底房地产周期强势启动

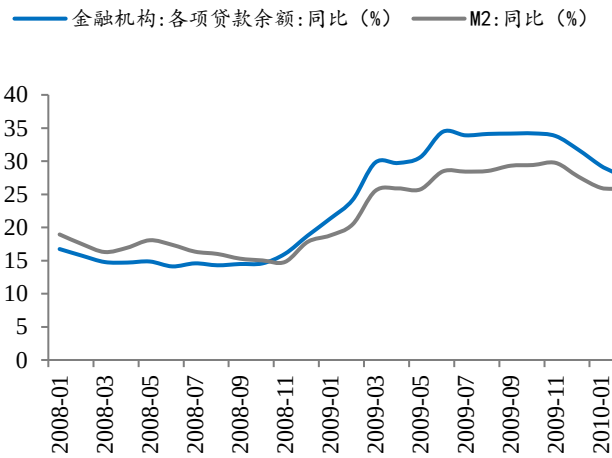
政策端：反映迅速，三管齐下。受 08 年次贷危机冲击，经济增速骤降，自 2008 年下半年开启大规模宽松，货币政策自 5 次降息、4 次降准，财政政策在 11 月推出 4 万亿刺激计划，地产政策 10 月下调首付比和房贷利率。

银行端：约 1 个季度传导至宽信用。宽松的货币政策叠加庞大的基建计划和房地产投资需求，2008 年底宽货币传导至宽信用，贷款增速 11 月回升，M2 增速 12 月回升，新增居民中长期贷款在 2009 年 1 月企稳，M1 增速在 2 月回升。

地产端：宽信用同步传导至房地产。房地产销售回暖，房地产销售面积增速在 2008 年 11 月到达-18.3%低点，随后止跌回升，2009 年 3 月恢复正增长，并强势恢复至 2009 年底 53%。房地产到位资金、开发投资和土地购置费增速在 2009 年 1-2 月回升。

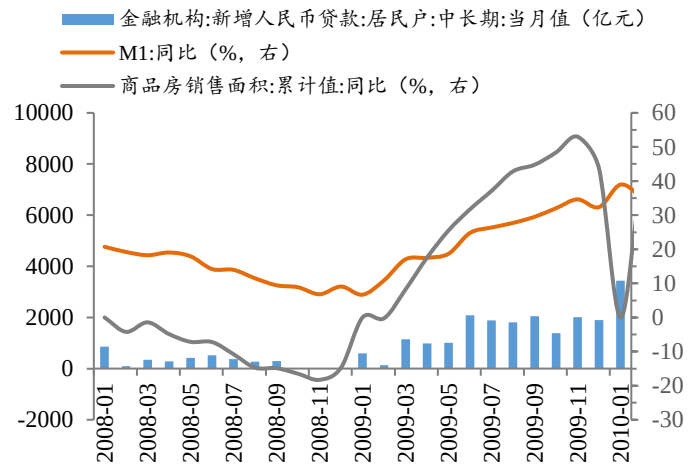
市场端：节奏同步，持续时间长，银行弹性小于地产。2008 年 11 月-2009 年 7 月，银行和地产行情几乎同步，启动时点与宽信用、销售增速触底基本吻合，行情持续 270 天左右。期间，银行指数涨幅 145%，地产指数行情涨幅 215%，分别超过同期沪深 300 指数涨幅 19%和 84%，超过同期上证指数 47%和 114%。银行股估值从 1.63 倍 PB 修复至 3.25 倍 PB，地产股估值从 1.6 倍 PB 回升至 4.7 倍 PB，银行股在此轮弹性低于地产股。个股层面，兴业、浦发、平安银行涨幅居前，区间涨幅分别为 226%、200%、184%。

图4：08年Q3宽货币，传导至宽信用约1个季度



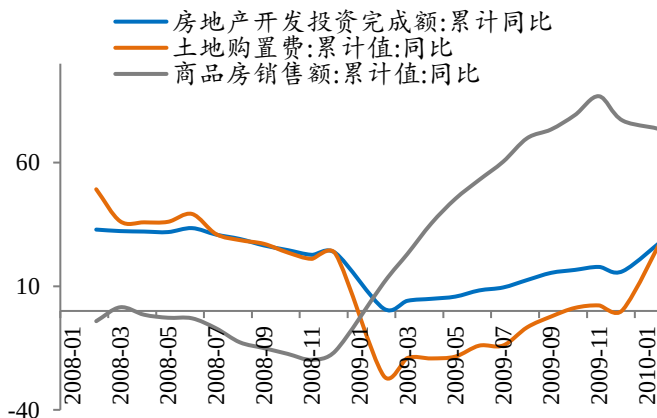
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：08年底宽信用、地产销售端同步回暖



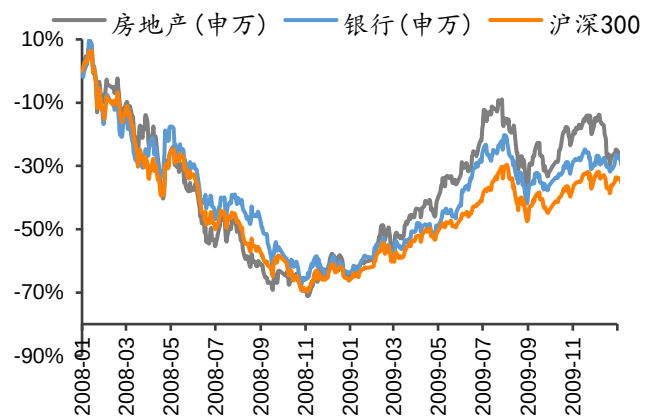
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：09年Q1房地产销售、投资和拿地全面回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：08年11月-09年7月，银行地产行情同步



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 第二轮：12年底-13年初，改革预期带动地产行情小幅反弹

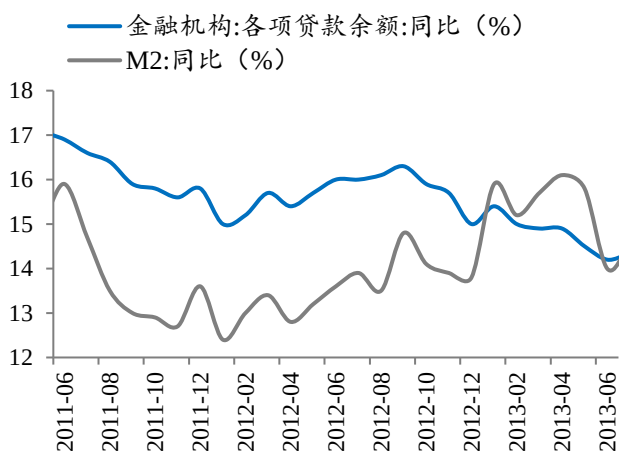
政策端：宽货币、扩财政、克制地产。2011年2季度起经济出现下行压力，央行自2011年4季度累计实施3次降准、2次降息；财政方面，上调个人所得税起征点，地方融资平台兴起；房地产政策相对克制，2012年11月十八届三中全会提出“构建市场长效机制”，房地产调控向市场化过渡，点燃楼市行情，但限购限贷政策未大规模放松。

银行端：2季度传导至宽信用。自2011年末货币政策转向，2012年初宽信用效果显现，贷款余额增速由2012年初的15%提升至3季度末的16.3%，M2同比也由12.4%回升至15.9%，新增居民中长期贷款在2013年初伴随楼市行情高增。

地产端：此轮房地产恢复较为较慢。2012年2月后销售面积和金额止跌企稳，维持横盘态势，直到2012年底显著提高，带动开发投资和土地购置分别于2013年Q1和Q2回升。

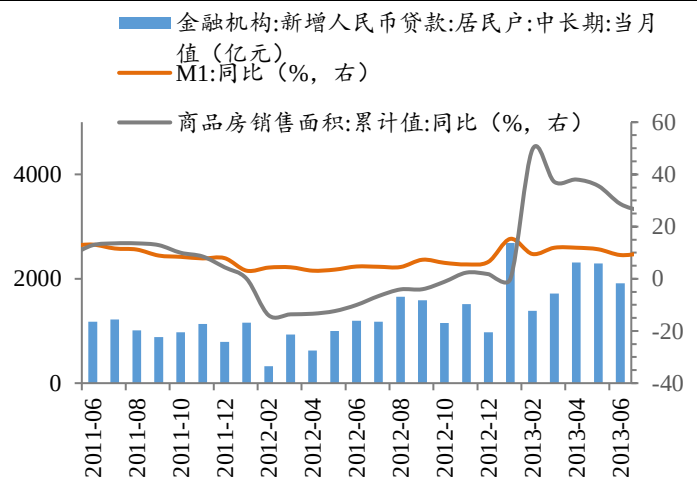
市场端：小幅反弹，节奏同步，持续时间短，银行涨幅优于地产。2012年11月-2013年1月，银行和地产行情也几乎同步，行情与11月政策预期、销售拐点吻合，行情持续70天左右。期间，银行指数涨幅51%，地产指数行情涨幅33%，均跑赢沪深300和上证指数。银行股估值从0.99倍PB修复至1.5倍PB，约50%空间，地产股估值从1.68倍PB回升至2.24倍PB，约30%空间，银行弹性强于地产。这一阶段，民生、平安、兴业涨幅居前，分别为89%、68%、66%。

图8：12年初宽信用企稳



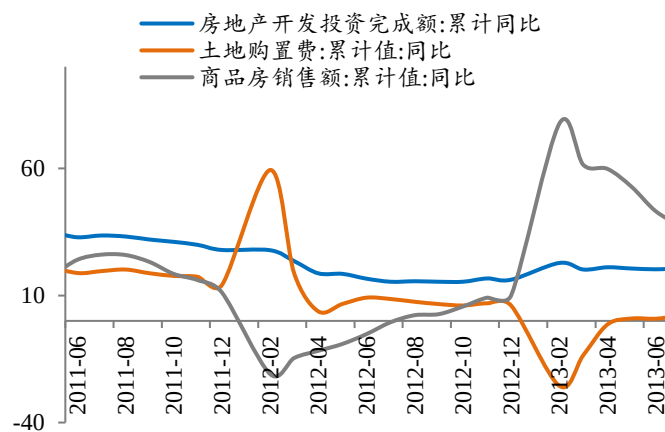
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：12年地产销售端缓慢回暖



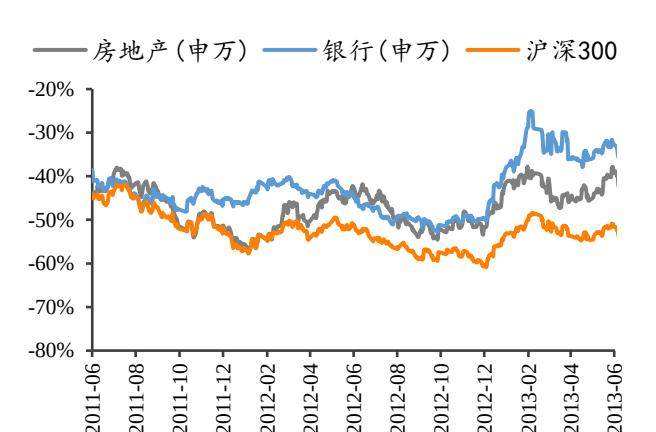
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：13年初地产产业链恢复



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：12年底13年初银行地产行情小幅反弹



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 第三轮：14年-15年，去库存带动银行地产行情再次强势启动

政策端：宽货币，松地产。2014年起，我国经济面临三期叠加的局面，GDP增速

引发“破7”担忧。2014年3月国务院会议首提“稳增长”，2014年4月-2016年3月央行实施了5次全面降准、4次定向降准、6次降息。房地产去库存，从2014年930到2015年330和930，限售限贷限购相继放松，房地产迎来大行情。

银行端：3个季度宽信用才到来。距2014年Q2宽货币，直到2015年4月M2触底后显著反弹至14%附近并维持在高位、6月贷款增速高企，新增居民中长期贷款15年下半年保持高增。

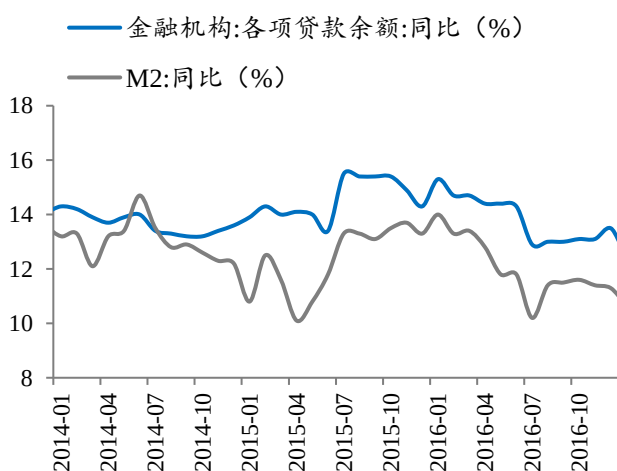
地产端：销售与宽信用同步。在股市回调、货币政策宽松、房地产政策加持的背景下，房地产需求激增。2015年330首付下降至2成，3月房地产销售面积增速触底，从15年3月-16%强势回升至16年4月36%，房地产投资、拿地分别在2015年Q4、2016年Q1回暖。

市场端：恢复链条长，银行和地产行情错位交织上涨。本轮行情处于股市大幅波动之中，较为复杂，但也更清晰展示了银行与地产行情逻辑，我们分两个阶段分析。

1) 阶段一：2014年11月-2015年1月，银行和地产行情同步启动，持续60天左右。期间，银行指数涨幅60%，跑赢大盘，地产指数涨幅37%，略输于大盘，主因宽信用链条较长，银行先受益，PB估值修复50%，亦高于地产35%。民生、中信、光大银行涨幅居前，涨幅71%、70%、69%。

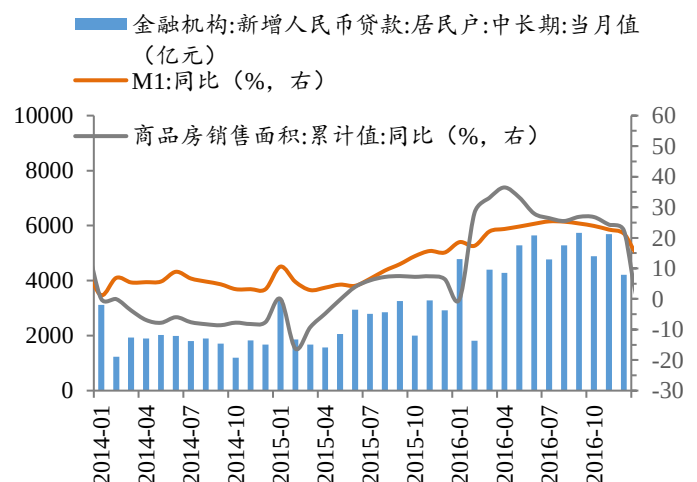
2) 阶段二：2015年10月-2015年12月，股市经历了大幅波动，资金流向地产，地产预期逐步兑现，带动银行股上行，行情持续时间75天左右。期间，银行指数涨幅13%，略跑输大盘，地产指数涨幅41%，跑赢沪深300和上证指数分别23和25个百分点。银行股估值从1.04倍PB修复至1.12倍PB，地产股估值从2.32倍PB回升至3.27倍PB，银行低于地产修复空间。在阶段二，宁波、中信、南京银行涨幅居前，涨幅分别为43%、29%、27%。若两阶段合并统计，浦发、招商、南京、宁波银行涨幅居前。

图12：14年4月宽货币，15年4月传导至宽信用



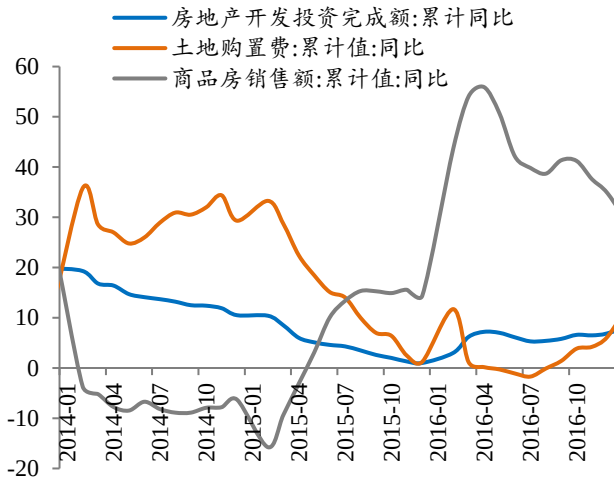
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：15年3月地产销售端回暖



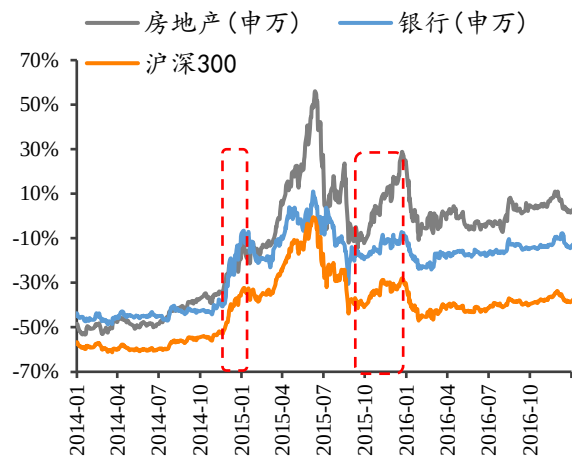
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：15年底-16年初房地产投资拿地回暖



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：14-15年地产与银行行情分两个阶段



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 当前地产产业链修复进程

2.1. 政策端：频繁释放信号，仍未打出所有“弹药”

货币政策方面，自去年12月以来，本轮稳增长累计降准0.75个百分点，MLF降息10bp，对冲力度有限。每一轮货币宽松周期由多次降准降息组成，方能形成对冲合力。去年12.6全面降准落地、12.20 LPR压降加点后，1.17央行下调MLF和OMO政策利率，1.20 1年期和5年期LPR下调。相比之下08-09年4次降准5次降息，11-12年3次降准2次降息，14-15年5次全面降准6次降息，18-19年6次降准，20年疫情3次降准3次降息。4月13日国常会指出“鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备率，适时运用降准等货币政策工具”，4月15日央行提出“适时运用降准等货币政策工具进一步加大金融对实体经济支持力度”，政策工具箱或将打开。

财政政策方面，财政前置，政府投资和基建发力，关键是带动社会投资。一季度以来，共发行新增专项债规模1.3万亿元，约占1.46万亿元提前批额度的89%，高于2019年和2020年同期的82%和83%。但房地产投资尚未恢复的情况下，基建投资独木难支。

地产政策方面，目前放松地产的政策主要出现在三四线和个别一二线城市，广度和深度仍有空间。今年以来，已有70多个城市出台楼市松绑政策，政策预期宽松。需求端以地方微调为主，适度松绑，着力于放松购房信贷与准入条件；供给端助力缓释房企资金压力、优化土地供应。具体措施有：1)降低首付比例，多个城市重启最低首付20%；2)放松“四限”，部分城市政策力度较大，如衢州宣布取消限购和限售，哈尔滨、秦皇岛取消限售；3)调整公积金政策；4)放宽落户、引进人才；5)购房补贴；6)货币化安置；7)降低房地产交易税费等。

表1：2022 年以来房地产需求端政策梳理

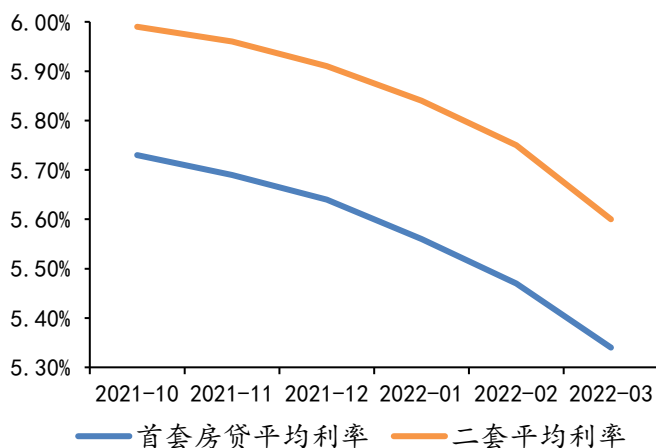
政策	省市
下调房贷利率	昆明、惠州、苏州、广州、深圳、襄阳、德州、山西省等
降低首付比例	安徽省、重庆、赣州、菏泽、佛山、南通、晋中、温州、广西省等
放松限购、限贷	南昌、长沙、郑州、宁波、青岛、福州、衢州、东莞、秦皇岛等
松绑限售	哈尔滨（取消限售）、衢州、青岛即墨
优化限价	郑州、东莞
调整公积金政策	马鞍山、济南、青岛、宁波、南宁、浙江省、深圳、东莞、兰州等
放宽落户、引入人才	嘉兴、昆明、衢州、天津、大连等
购房补贴	保定、玉林、长春、南充、贵港、珠海、绍兴、绵阳等
货币化安置	郑州、甘肃省、
降低交易税费	郑州

数据来源：公开资料，东吴证券研究所

2.2. 银行端：融资渠道逐步恢复，并购贷松绑，但优质资源向国企集中，民营房企风险仍未完全释放

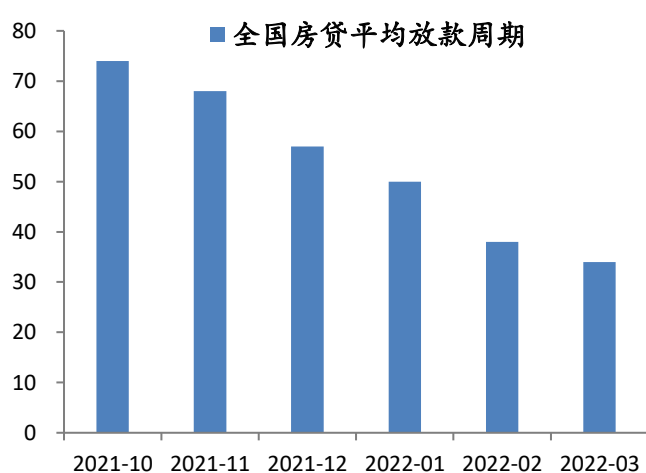
个人房贷方面，多地下调房贷利率，放款周期加快。高层会议多次表态“满足合理住房融资需求”，多地房贷利率出现明显下调，4 月 14 日，人民银行召开新闻发布会提到“全国已经有 100 多个城市的银行根据市场变化和自身经营情况，自主下调了个人房贷利率，平均下调幅度在 20 个到 60 个基点”。贝壳研究院数据显示，2022 年 3 月全国首套房贷款平均利率为 5.34%，环比下降 13BP；二套房贷款平均利率为 5.60%，均环比下降 15BP。多地银行在贷款审批时间方面加快，3 月贝壳监测 103 个重点城市平均放款周期为 34 天，较上月缩短 4 天，连续 5 个月放款周期缩短。

图16：全国 103 城市首二套房贷款平均利率走势



数据来源：贝壳研究院、东吴证券研究所

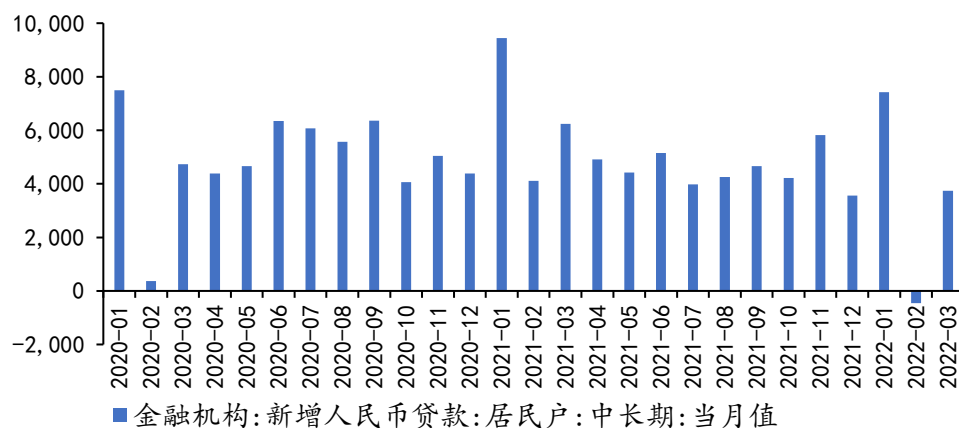
图17：2021 年 10 月以来全国房贷平均放款周期



数据来源：贝壳研究院、东吴证券研究所

但居民中长期贷款需求疲弱，主因期房交楼担忧和房价上涨预期打破。去年下半年以来，新增居民中长期贷款疲弱，2022年2月居民中长期贷款净融资额减少459亿元，是有统计以来首次负增长，超出季节性因素，反映居民风险偏好下降，偿还贷款而不愿投资，存在资金堰塞湖风险。3月恢复正增长，但仍然同比少增2504亿元，受房地产长周期下行、房价上涨预期打破、保交楼担忧等影响，居民购房情绪仍未恢复。

图18：2020年1月-2022年3月新增居民中长期贷款



数据来源 Wind、东吴证券研究所

对公房地产端，监管放松房企融资渠道，支持房企发债、并购贷。去年底以来，监管层多次表态，稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务，媒体报道针对出险企业项目的承债式收购，相关并购贷款不再计入“三条红线”相关指标。根据中指院，截至2022年3月23日，各渠道房地产并购类融资已逾1500亿元，银行授予房企的并购贷款额度占比66.0%。但以大型国有企业融资需求修复等，房地产行业风险释放，银行对民营企业风险偏好较低。

表2：2022年以来房企并购类融资梳理

时间	融资主体	融资方式	融 资 额 度 (亿元)	类型
1月21日	浦发银行	并购债	50	金融机构并购债
1月24日	招商蛇口	并购债	12.9	房企并购债
	招商蛇口	并购债（已注册，计划发行）	15	房企并购债
1月24日	建发	并购债	25.3	房企并购债
1月25日	华润置地	招商银行授予并购融资额度	200	房企并购贷款额度
1月25日	华润万象	招商银行授予并购融资额度	30	房企并购贷款额度
1月27日	广发银行	并购债（计划发行）	50	金融机构并购债

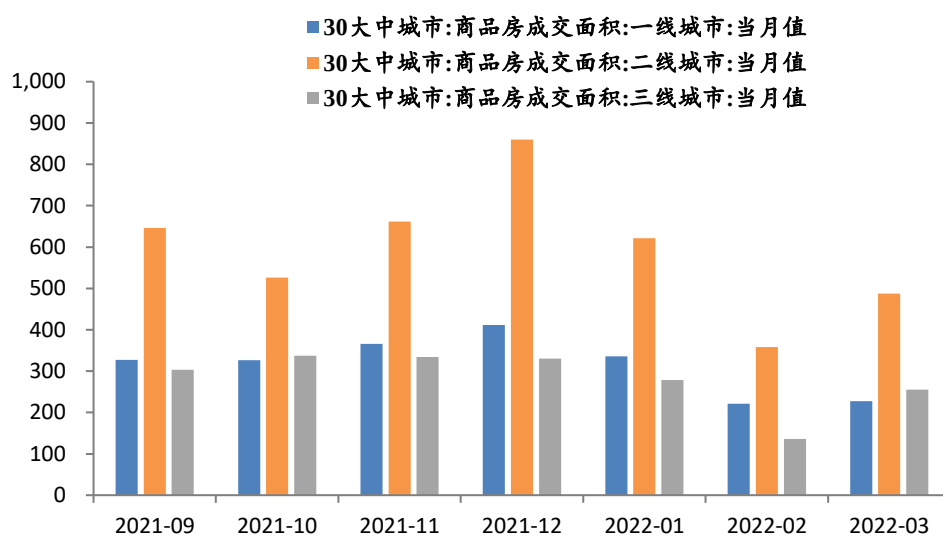
2月15日	平安银行	并购债（计划发行）	50	金融机构并购债
2月17日	兴业银行	兴业银行计划发行不低于100亿元房地产并购主题债券	100	金融机构并购债
2月18日	大悦城	招商银行授予并购融资额度	100	房企并购贷款额度
2月18日	大悦城	浦发银行授予并购融资额度	100	房企并购贷款额度
2月21日	五矿地产	交通银行北京分行提供意向性并购融资额度	100	房企并购贷款额度
3月3日	碧桂园	招商银行授予并购融资额度	150	房企并购贷款额度
3月3日	美的置业	招商银行授予并购融资额度	60	房企并购贷款额度
3月3日	福州万科	兴业银行授予并购融资额度	30	房企并购贷款额度
3月8日	东方资产	上交所发债	100	金融机构并购债
3月9日	美的置业	交通银行广东分行授予并购专项融资额度	90	房企并购贷款额度
3月9日	旭辉	平安银行将就旭辉控股集团的地产并购业务向其授予50亿元融资额度	50	房企并购贷款额度
3月13日	长城资产	获批在全国银行间债券市场公开发行人民币100亿元金融债券	100	金融机构并购债
3月21日	美的置业	建设银行授予集团人民币100亿元并购融资额度	100	房企并购贷款额度
3月21日	金茂	并购债	15	房企并购债

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 地产端：仍面临融资压力，目前仅局部地区有销售恢复迹象

销售端：整体市场仍呈下行趋势，局部市场小幅回暖。3月30大中城市商品房成交面积同比下降47.33%，成交套数下降47.36%。随着需求端政策落地，一、二线城市环比升幅较为明显，除上海、南京外环比均为正，但在去年高基数影响下，除西安、郑州外均同比下降。据国家统计局数据显示，70个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比下降城市分别有38个和45个，比上月分别减少2个和12个，同比下降城市分别有29个和47个，比上月分别增加5个和8个，房价环比逐渐趋稳。

图19：2022 年第一季度商品房销售数据



数据来源 Wind、东吴证券研究所

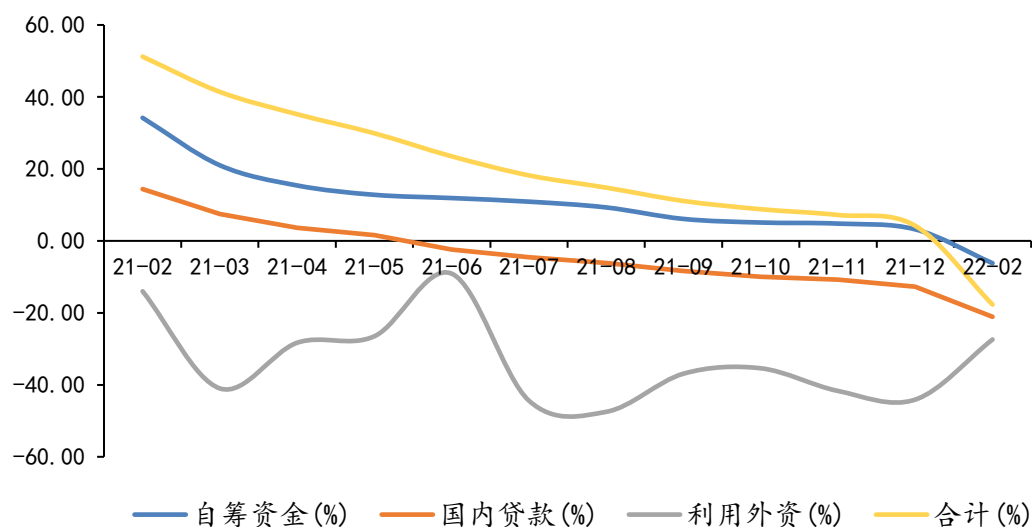
融资端:房企融资渠道尚未恢复。2022 年 1-2 月房地产开发资金来源同比减少 17.7%，各项资金来源均同比下降，融资环境持续低压。2022 年 3 月房地产企业非银融资总额为 1050.7 亿元，同比下降 50.0%，环比上升 125.4%。信用债融资同比下降 29.0%，环比上升 100.2%；海外债融资同比下降 78.4%；信托融资同比下降 83.2%，环比上升 11.9%；ABS 融资同比下降 23.3%，环比上升 375.3%。信用债、ABS 恢复显著，成为低迷阶段成为融资的主力，海外债、信托维持收缩态势。

表3：全国 34 大中城市 3 月商品房销售面积及变动情况

能级	城市	3 月商品房销售面积(万平方米)	环比 (%)	同比 (%)	能级	城市	3 月商品房销售面积(万平方米)	环比 (%)	同比 (%)
一线城市	北京	89.45	81.44	-36.58	二线城市	长沙	77.9	55.59	-55.24
	上海	107.14	-17.39	-48.23		宁波	147.86	264.67	-9.44
	广州	100.26	37.68	-31.02		福州	65.49	100.79	-44.62
	深圳	38.19	58.22	-37.77		青岛	166.61	142.8	-9.16
	重庆	99.7	16.28	-56.17		济南	112.65	56.29	-46.31
	杭州	50.96	193.35	-39.73		南昌	21.56	-28.23	
	南京	67.38	-26.57	-58.61		合肥	57.76	29.09	-57.75
二线城市	武汉	132.93	67.87	-43.10		郑州	120.97	69.4	24.67
	成都	237.77	54.71	-17.48		哈尔滨	9.83	46.4	
	大连	24.48	26.83	-56.45		呼和浩特	9.68	35.54	-60.83
	厦门	25.5	52.37	-58.23		兰州	28.46	42.52	-72.65
	西安	132.01	85.39	32.3		贵阳	66.13	54.68	

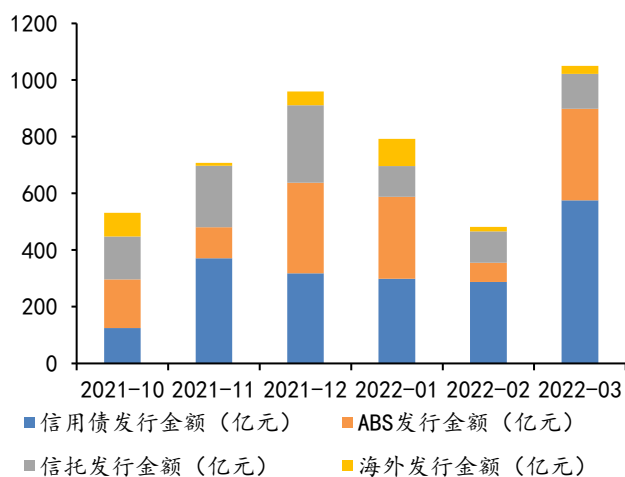
数据来源：中指研究院、东吴证券研究所

图20：2021年以来房地产开发资金来源同比增速



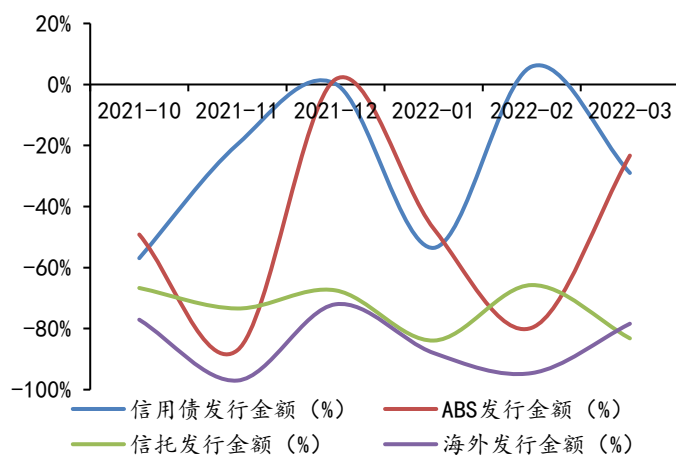
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图21：2021年10月-2022年3月房企融资规模



数据来源：Wind、东吴证券研究所

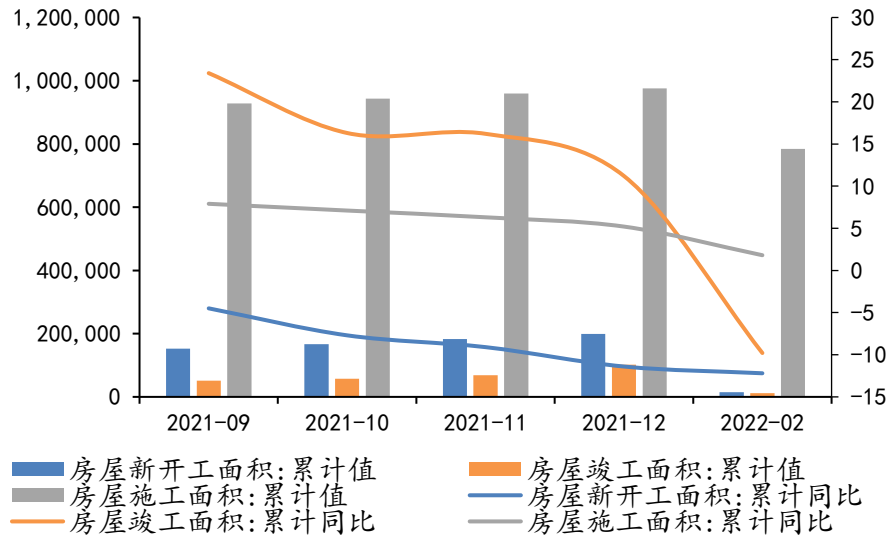
图22：2021年10月-2022年3月房企各类融资同比



数据来源：Wind、东吴证券研究所

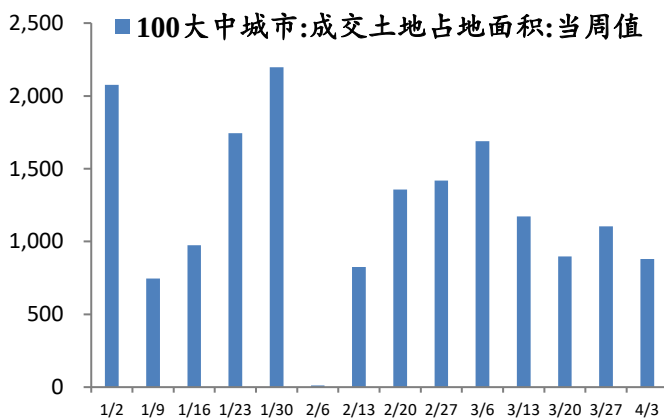
投资端：仍处下行通道。2022年1-2月，全国房屋新开工面积为1.5亿平方米，同比下降12.2%，降幅进一步扩大；竣工面积为1.2亿平方千米，同比下降9.8%；施工面积为78.4亿平方米，同比小幅增长1.8%。第一季度土地市场仍旧较为低迷，3月以来土地成交面积继续下滑，土地溢价率持续底部震荡，房企拿地仍偏谨慎。

图23：2022年9月以来房屋新开工、施工、竣工累计值及累计同比



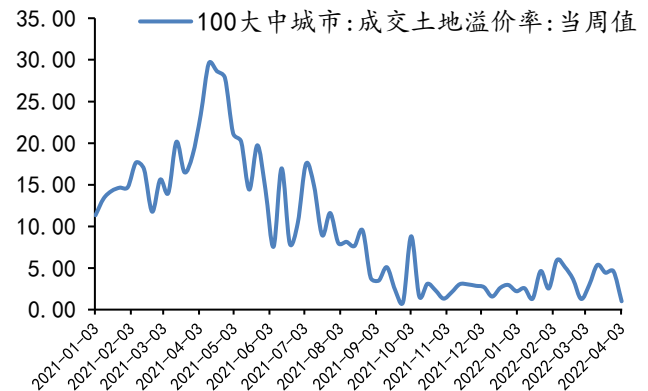
数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

图24：2022年第一季度成交土地占地面积



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图25：2021年以来土地溢价率

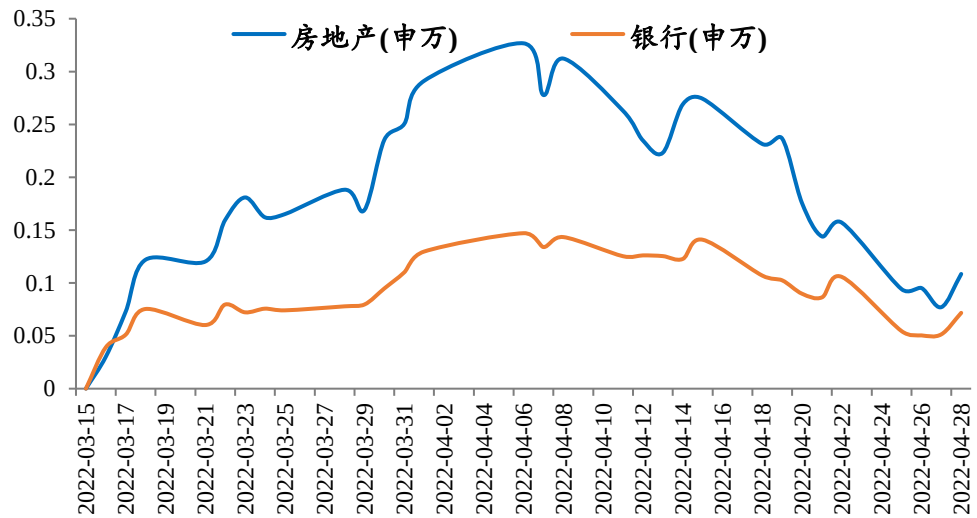


数据来源：Wind、东吴证券研究所

3. 哪些银行会受益？

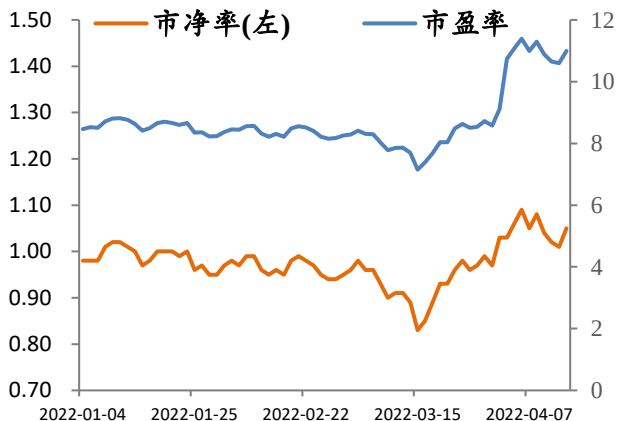
稳增长预期升温，银行板块将迎戴维斯双击。3月中旬以来，房地产和银行板块均出现明显回暖。3月15日至4月14日，房地产涨幅达26.89%，PE从7.15上升至10.99，修复53%，PB从0.83上升至1.05，修复26%，涨幅居前的主要是国企地产商；同期银行指数上涨12.18%，PE、PB分别从5.52、0.55修复至6.08、0.62，分别修复10%和13%。随着稳增长政策的不断加码，地产产业链的逐渐企稳，银行股的风险偏好和估值水平将逐步提升，当前的修复行情在未来一段时间内有望得到延续。

图26：3月15日以来房地产和银行估值修复



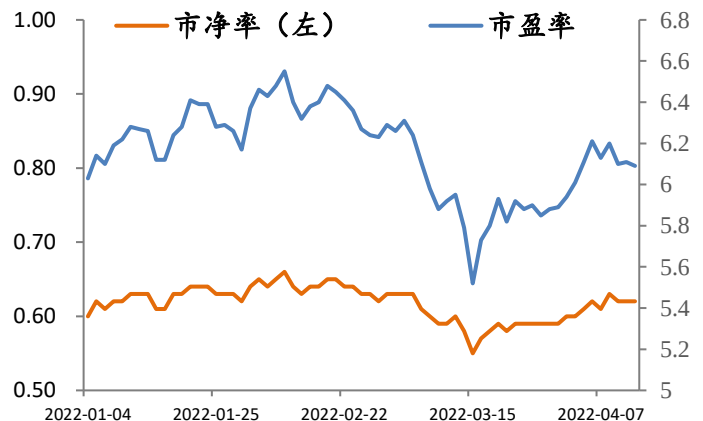
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图27：今年初房地产估值表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图28：今年初银行估值表现



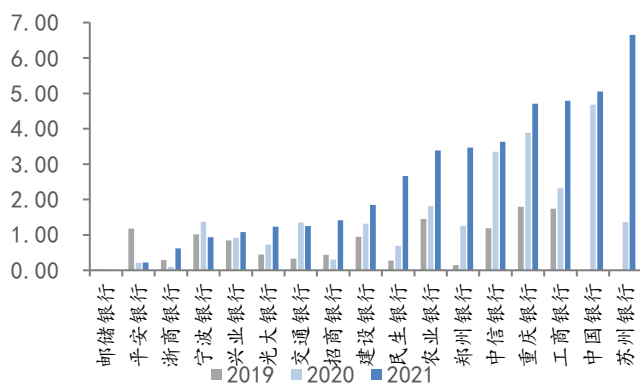
数据来源：Wind，东吴证券研究所

房地产有望逐步企稳，银行资产质量触底回升。2021年下半年以来，房企风险持续释放拖累银行业资产质量。从2021年年报来看，**对公业务上**，17家上市银行披露对公房地产贷款数据，平均对公房地产贷款不良贷款率2021年上升0.81个百分点至2.31%，14家对公房地产贷款资产质量下行。在国有大行中，交通银行不良率小幅下降，相较于20年末下降了0.1个百分点；邮储银行不良率较低，与上年末基本持平。城商行中，宁波银行实现了不良“双降”，对公房地产不良贷款余额同比减少1.61亿元，不良贷款率同比下降了0.44个百分点降至0.93%。**个贷业务上**，13家上市银行披露个人住房贷款不良，不良贷款率小幅回落了0.01个百分点，资产质量较为优异，7家银行个贷不良下降。国有银行中，工商银行、农业银行、交通银行、邮储银行的不良率均有所下降。股份制银行中，招商银行和兴业银行不良率分别下降了0.01和0.04个百分点，降至0.28%

和 0.49%。城商行中，重庆银行不良率从 2020 年的 0.29% 下降至 0.27%，郑州银行不良率上升幅度最大，从 0.52% 上升至 0.96%。未来房地产逐步企稳，银行资产质量将触底回升。

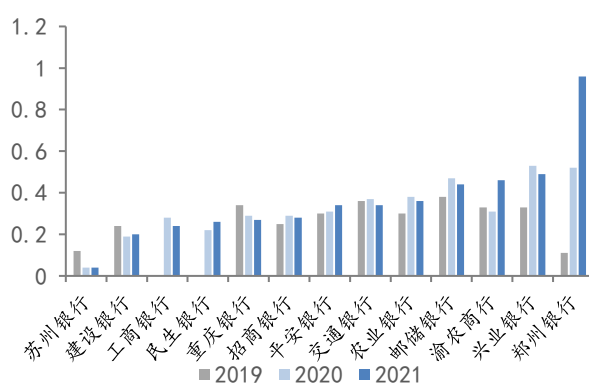
投资建议：关注银行估值修复行情及资产质量受地产行情影响较大的银行股。我们看好稳增长逻辑下银行行情，主要逻辑：一是稳增长尚存空间，当前的修复行情在未来一段时间内有望得到延续，降低银行负债成本。二是多地政策调整，房地产有望逐步企稳，人口流入、区域经济发展强劲的银行受益。三是受房地产风险敞口和坏账拖累的银行有望反转。关注邮储银行、招商银行、宁波银行、成都银行、平安银行、兴业银行。

图29：上市银行对公房地产贷款率不良率明显上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图30：个人住房贷款不良率基本保持稳健低位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表4：2021 年报上市银行涉房贷款占比排名

上市银行	对公房地产贷款/贷款余额总计	个人住房贷款/贷款余额总计	(对公+个人)/贷款余额总计
中国银行	7.73	30.79	38.52
建设银行	4.46	34.04	38.5
邮储银行	2.15	33.61	35.76
农业银行	5.11	30.59	35.71
工商银行	4.51	30.79	35.3
兴业银行	7.61	25.32	32.93
招商银行	7.21	24.68	31.89
交通银行	6.4	22.7	29.1
青岛银行	8.7	18.81	27.52
郑州银行	11.92	14.13	26.05
中信银行	5.86	20.05	25.91
民生银行	8.91	14.72	23.62
光大银行	5.97	17.09	23.06
浙商银行	12.52	6.74	19.27
苏州银行	3.62	15.19	18.81
平安银行	9.43	9.12	18.55

渝农商行	0.81	17.35	18.15
重庆银行	3.65	13.56	17.21
宁波银行	4.24	/	/

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

4. 风险提示

稳增长不及预期；房地产硬着陆；政策对冲力度不足。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>

