农银国际专题报告

烂尾楼危机对金融体系带来的风险和影响

2022 年 7 月 19 日

分析员：欧宇恒、董耀基

烂尾楼风波的背景与成因

6 月 30 日，江西烂尾楼业主宣布停止偿还房贷，消息传出后，多地受害业主纷纷响应，正式掀起烂尾楼风暴。陕西西安市 7 月 14 日率先出现首起大型陈情抗议事件，要求查办银行违规放贷给开发商。根据媒体报道，截至 7 月 17 日，中国各地发布「全体业主强制停贷告知书」的楼盘共 286 个，遍及 25 个省分。

烂尾楼普遍被定义为工程已经开始，但半途中因不同事故如缺乏资金、产权纠纷等而停止，导致开发商无法交付给物业买家。是次烂尾楼风波正是来源自开发商资金断裂。开发商资金断裂主要由债务危机、销售下滑和售楼款去向不明等因素所引致。根据彭博数据显示，自 2020 年至今共有 85 笔内地开发商境外美元债出现债务违约，涉发行金额达 349 亿美元。开发商不但未能在债市场融资，销售端亦未见起色，经营现金流进一步萎缩。根据国统局数据显示，2022 年上半年住宅商品房销售同比下跌 31.8%或 2.695 万亿元至 5.768 万亿元人民币。这意味上半年开发商销售回款减少近 2 万多亿，严重打击其支付工程费用的能力。

潜在烂尾楼规模有多大？

我们从微观角度量化潜在烂尾楼规模。我们认为出现债务违约的开发商开的预售楼盘有较大机会成为烂尾楼。在销售前 200 名的开发商中，有约 20 家已经出现境外债务违约（图 1），包括一些龙头开发商如恒大，融创和世茂等。根据瑞而克数据显示，这些违约开发商 2021 年销售额达到近 2.5 万亿人民币。这些去年预售的楼盘很大部分将需要在 2022 年或之后交付给买家，若因债务危机而缺乏资金继续动工，很大机会变成烂尾楼。2.5 万亿元这粗略估算有其限制，因去年销售额中或包含一些尾盘现房销售，但亦未有包括 2020 年或更早前预售的少量建筑周期较长项目；这些违约开发商 2020 年总销售额为 2.9 万亿元，当中有部分或成为烂尾楼。此外我们这估算亦不包含前 200 名以外经营困难、数据不透明的小型开发商。

图 1：出现境外债务违约的开发商的 2021 年及 2020 年销售额

开发商	2021 年 销售排名	2021 年 销售 (人民币十亿)	2020 年 销售 (人民币十亿)
1 融创中国	3	568	546
2 中国恒大	5	436	696
3 世茂	14	216	240
4 中南置地	17	182	207
5 阳光城	19	162	192
6 融信中国	25	125	119
7 中梁控股	26	124	122
8 正荣地产	30	115	123
9 佳兆业	34	105	118
10 中国奥园	37	98	107

图 1(续)：出现境外债务违约的开发商的 2021 及 2020 年销售额

开发商	销售排名	2021 年 销售 (人民币十亿)	2020 年 销售 (人民币十亿)
11 禹洲	44	69	73
12 新力控股	50	57	80
13 佳源国际	74	32	27
14 花样年	76	30	48
15 大发地产	82	27	22
16 大唐集团	85	25	26
17 景瑞控股	91	23	25
18 领地控股	95	22	25
19 国瑞置业	133	13	17
20 天誉置业	160	9	20

来源：瑞而克、农银国际证券

资本市场对房地产股的反应

截至 7 月 18 日，反映内地开发商股价的恒生中国内地地产指数自 6 月末以来下跌近 28%，反映资本市场对烂尾楼风险的忧虑。此外，国企开发商和民营开发商股价调整幅度亦有明显差异，中国海外(688)和华润置地（1109）7 月以来股价下跌约 10%和 9%，跌幅明显低于龙湖（960）和碧桂园（2007）的 21%和 32%。事实上，不单止股票投资者对民营开发商失去信心，6 月份开发商销售数据已经显示购房者对民营开发商项目烂尾的忧虑。国有开发商如中国海外，保利发展和越秀地产等，六月份销售额分别同比下跌 16%、上升 1%和上升 119%，明显优于大型民营开发商碧桂园和龙湖等，其销售额分别同比下跌 35%和 48%。一些已经宣布债务违约的开发商如融创、中国奥园和世茂等，其 6 月销售额跌幅更高达 82%、80%和 69%。违约开发商的品牌已经受严重打击，未来一段时间投资者和购房者的信心将难以恢复。

未来可能出台相关政策及解决方案

烂尾楼事件蔓延下去或会牵连其他上下游产业，例如开发商拖欠工程费，建筑商应收款或出现大量坏账；项目烂尾买家未能搬迁，延迟购置新家电等连带消费产品需求，影响消费。我们认为未来出台政策将继续针对开发商融资端和销售端，来治理开发商资金链问题。

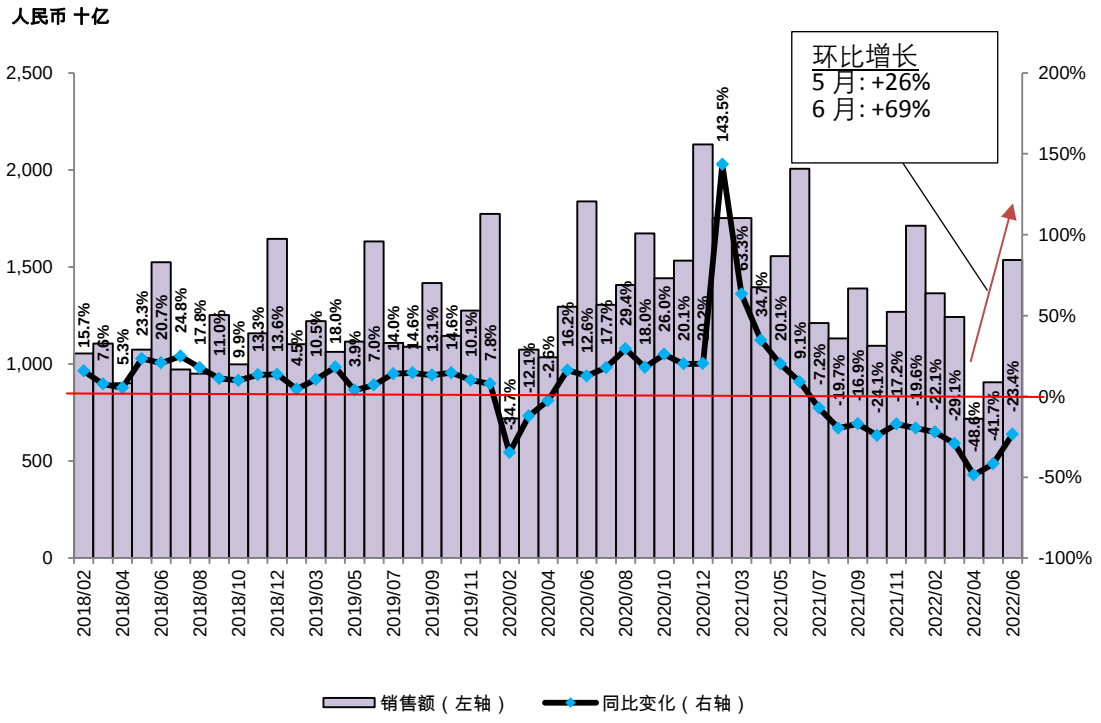
银行融资方面，2022 年一季末，房地产开发贷款余额 12.56 万亿元，同比降 0.4%，较去年末增 2.4%；一季度增加 2900 亿元。个人住房贷款余额 38.84 万亿元，同比增 8.9%，增速比 2021 年末低 2.3 个百份点。今年以来多家大型开发商从银行获取收并购贷款额度，但未见有积极并购活动。以华润置地和子公司华润万象为例，年初获得近 230 亿元并购额度，但过去半年只公布收购禹州和中南建设旗下

两家物管公司合共 33 亿金额左右。三条红线下，绿档开发商每年总债务能增长 15%，相关并购贷款亦不算入三条红线，但在今年销售下跌情况下或未能维持绿档水平，开发商对并购依然审慎。因此我们认为三条红 线相关指标将适当放松，鼓励国企收购民营企业较优质项目。

发债方面，部分基本面相对较好的民营开发商如碧桂园、龙湖和美的等在政策推动下已经恢复发行国内债，但规模较少。可是境外债发行依然艰巨、特别是美息上升和美元转强，均不利开发商发行境外债。开发商境外债务问题，需要擅长处理债务问题的资产管理公司积极介入解决，这或需要相关政策配合提供诱因鼓励资产管理公司参与。

销售端方面，自 5 月中下旬开始推出的多项放松政策，包括下调首套房房贷利率下限、5 年期 LPR 下降 15 基点及各地限购松绑等，6 月住宅商品房销售额环比上涨 69%，较 5 月 26%环比升幅进一步加快（图 2），在烂尾楼风波发生前呈现反弹趋势。但近日烂尾楼事情发酵，或影响银行对于房贷发放的意欲，拖累销售反弹力度。我们认为监管机构亦会更严厉打击开发商违规动用预售款资金问题，或进一步提升预售资金存入受限账户比例，保障项目有足够资金完成工程；亦会引导银行更积极发放房贷，拉低房贷利率水平；各地限购限贷亦将继续放松。

图 2：住宅商品房销售



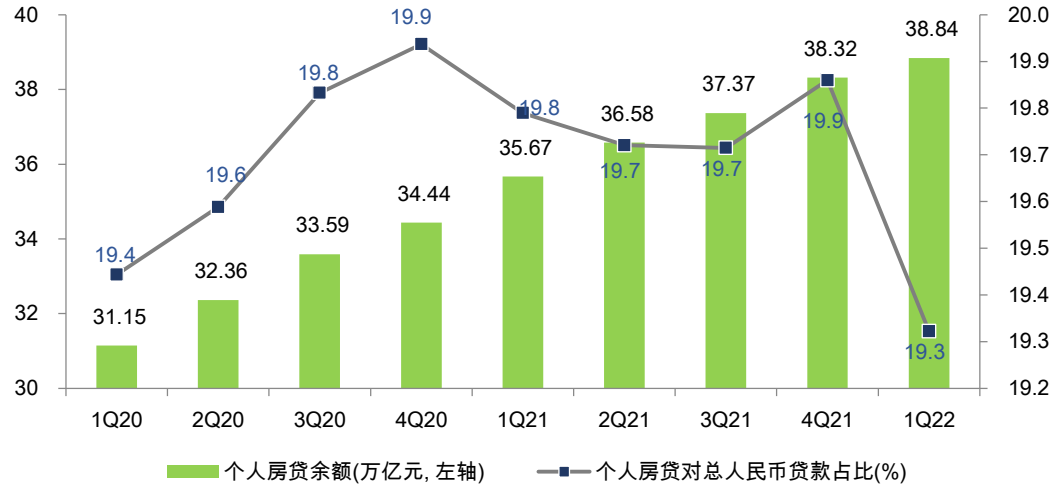
来源：国家统计局、农银国际证券

近日银保监会表示将有力地推进“保交楼、保民生、保稳定”工作；指导银行在地方党委政府“保交楼”工作安排的总体框架下，坚持摸清情况、实事求是、科学分类、精准施策，主动参与合理解决资金硬缺口的方案研究，做好具备条件的信贷投放，协助推进项目快复工、早复工、早交付。这意味在监管机构领导下，银行将继续积极发放房地产贷款以达成保交楼任务；而每一个烂尾楼面对的问题亦有所不同，由地方政府牵头研究针对个别楼盘解决方案，银行亦配合相关融资需要。

房地产行业风险对银行业影响估算

要了解烂尾房对银行业的影响有多大，数字可以给予投资者一个客观参考。根据人民银行数据,截至 2021 年 12 月末，个人房贷余额为 38.32 万亿元(2022 年 3 月末: 38.84 万亿元) ，其中六大行 2021 年末个人房贷合共余额为 22.77 万亿元，市占率约为 59.4%,可见大型银行是维持金融系统性风险的关键。截至 2021 年 12 月末，个别六大行的个人房贷在总贷款占比在 22.7%-34.0%间，属银行贷款中的较大的部份，相关不良率仅介乎 0.20%-0.44%之间。另一方面，六大行对公房地产业在总贷款中的占比已经压缩在 2.2%-7.6%间，不良率在 0.02%-5.05%之间，风险相对可控。就目前情况，人民银行金融稳定局局长孙天琦早前表示，尽管央行评级判断为高风险的机构截至 2021 年末有 316 家，但 99%的银行业资产在安全边界内。

图 3: 个人房贷余额及个人房贷在总人民币贷款占比



来源:人民银行、农银国际证券

值得注意的是,虽然个人房贷在银行中占比较大，当中实际上大部份个人房贷源于已建成的一手及二手房。我们房地产业分析师估计,全国有烂尾风险的未建成项目销售总额约为 2.5 万亿元，假设全部为首套房 7 成按揭，即对银行业最大受影响为 1.75 万亿元，占 3 月末总个人房贷余额不到 5%，或总人民币贷款的 0.9%。而由于部分新房销售为现金交易或非首套房,估计实际受影响房贷规模在更低水平。

总的来说,我们认为对于银行的直接风险实属可控。然而，如果国内宏观经济以至居民收入的恢复不如理想，而房企烂尾房问题不能及时压止，银行房地产相关不良率上升或令银行加大拨备,最终增加银行盈利的波动性。而不良率上升另一方面会令银行未来放贷更趋审慎,连锁反应对房企以外的领域及金融系统性风险亦会构成压力。

银行积极回应，监管机构着手应对

为了舒缓市场情绪，停止还贷事件出现后大型银行及主要股份制银行均自发性做出回应,各银行尝试以不同角度向市场解释相关风险，公告数字主要以目前停工项目涉及的不良贷款、逾期按揭贷款、按地区停工缓建和未按时交付楼盘情况、银行判断存在风险的楼盘等来说明当前情况。总的来说，相关公告显示强调总体风险可控。在包含数字的公告中，六大行涉及烂尾房贷款余额在 0.998 亿至 6.6 亿元之间，占全行按揭贷款余额不足 0.02%。而零售业务占比较大的招行,事件涉及逾期个人房贷余额亦仅为 0.12 亿元。

另一方面，目前消息指监管机构已着手积极应对，7 月 14 日银保监会指出将引导金融机构市场化参与风险处置，加强与住建部门、央行工作协同，支持地方政府推进保交楼工作。而银保监会有关负责人亦指银行应主动承担社会责任，主动研究解决保交楼资金缺口问题。尽管目前未有具体措施出台,银保监会负责人指对事件高度关注，会加强各部门的协同配合。此外，在地方党委政府的领导下，要求银行保险机构应积极配合压实企业、股东等相关各方责任，主动承担社会责任，推动保交楼。而银保监会将继续指导银行在地方党委政府保交楼的总体框架下，主动参与研究合理解决资金硬缺口的方案，做好具备条件的信贷投放，协助推进项目快复工、早复工以及早交付，努力保持房地产市场运行平稳有序。

实际上，要解决当前房地产业危机需要多方面的配合，短期来说应以防止情况蔓延为主，如何为房企提供资金支持复工复交付、安抚市场情绪将成为优先的治标方向,但我们预期相关政策支持力度及规模不会过度宽松,以防止房企滥用支援。后续监管机构或再治本性加强解决房地产行业资金使用上的结构性问题。考虑政府对于金融稳定的高度重视,政府及监管机构或以不同方案来分担资金需求,除了

银行及地方政府资金外，亦有可能及鼓励房企间项目收购或合并来确保项目顺利完工。对于银行来说，如何平衡解决资金硬缺口及做好风险防控将会是最大的挑战。

银行业股价短期波动为投资者制造买入时机

一直以来,政策性风险是银行板块股价表现的决定性因素，从短期看政策层面的不确定因素仍是银行板块股价表现的最大阻碍，但由于银行板块当前估值正处于历史低位，市场情绪正由负面逐步转趋中性。我们认为部份投资者正以观望态度等待具体措施出台以分析对银行的潜在影响,亦有部份投资者正寻找建仓买入的时机。中长期看，随着整体宏观经济逐步恢复及政策对于金融系统性风险的高度重视，预计风险将逐步化解，整体影响可控。

权益披露

分析员欧宇恒及董耀基作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有(除以下披露权益)研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露
农银国际证券有限公司及/或与其联属公司，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

评级的定义

评级	**定义**
买入	股票投资回报≥市场回报(~10%)
持有	市场回报(~-10%) ≤股票投资回报<市场回报(~+10%)
卖出	股票投资回报<市场回报(~-10%)

股票投资回报是未来12个月预期的股价百分比变化加上股息收益率
市场回报是5年市场平均回报率

市场回报率:自 2009 年以来的平均市场回报率(恒生指数总回报指数 2009-21 的复合增长率为 9.2%)

目标价的时间范围:12 个月

股票评级可能与所述框架不同，原因包括但不限于:公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动、股票相对于股票市场的平均每日成交量、竞争力 、相应行业的优势等

免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。. 负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年农银国际证券有限公司
该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发
办公地址: 香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司
电话: (852) 2868 2183