

Companies

加息或成压垮中小房企“最后一根稻草”

- 这次央行加息在预料之中,对购房需求方影响有限
- 加息将制约房贷资金投入,增加开发商的财务成本,凸显房企融资能力重要性
- 房地产行业整合还会继续,未来开发实力强的地产商将起主导作用

□长江证券研究所 刘焱 苏雪晶

中国人民银行决定,自2007年3月18日起上调金融机构人民币存款基准利率。金融机构一年期存款基准利率上调0.27个百分点,由现行的2.52%提高到2.79%;一年期贷款基准利率上调0.27个百分点,由现行的6.12%提高到6.39%;其他各档存款基准利率也相应调整。此次加息虽非专门针对房地产行业,对房地产市场影响有限,但一些资产质量较差的中小开发商,资金将难以为继,而被动接受被整合的事实。

对购房需求影响有限

国家统计局此前刚公布了2月份CPI数据同比上涨2.7%,增速较1月份的2.2%,同时也是连续第3个月处于负利率状态。另外1至2月份城镇固定资产投资增速仅为23.4%,新开工项目计划总投资更是同比下降35.8%。在此背景下,大家已经预期央行近期加息的可能性会明显加大。在本次加息之前,央行已经通过上调存款准备金率和加大公开市场操作力度等多种手段,收回市场流动性。本次加息仍然是政府调控思路的一种延续,其主要目的是为了保障国内经济持续

健康发展,并非专门针对房地产行业。

据有关数据统计,以一年期的存款为例,10万元存款,调整后的利息收入比调整前增加了216元。相反如果以30万20年期的房贷为例,按照基准利率计算,等额本息还款每月要还2297.17元,调整后每月要还2345.75元,每月要多还48.58元。对于已经办理了贷款买房的人来说,利率的提高要从明年的1月1日开始正式实施。

相对来说,当前住宅消费者虽然对利率的敏感性较高,但是加息幅度为0.27个百分点,从实例中认为对他们的购买需求也不会产生太大的影响,因此说影响有限。

将制约房贷资金投入

2006年银监会曾出台了进一步加强房地产信贷管理的通知,对于房地产开发贷款的发放作了进一步说明限制,配合今年年初的税收调控,两次上调存款准备金率和此次加息将又是一次调控信号,对今年房贷政策的密集出台落实存预期,由此可以判断的是,商业银行对房地产开发贷款将会进一步的收缩,一些资质较差、信用较差的房地产开发企业贷款的难度增大。

此次加息会对房地产市场供

给产生一定的影响,直接增加开发商的财务成本,开发商的开发贷款期限一般为一至三年,加息幅度导致房地产上市公司的财务费用提高影响净利润。

虽然本次加息并不是针对房地产行业,但政府对于地产行业的调控中,对资金的控制是其重要手段之一。本次加息同时也会成为政府对资金进一步控制的信号,对地产企业未来资金的微观选择的影响是深刻的。

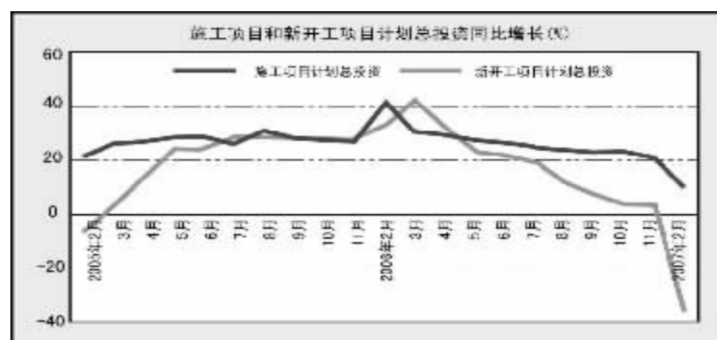
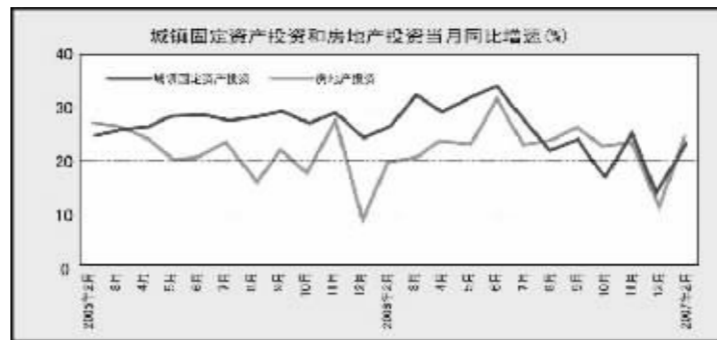
虽然加息将提高房地产项目的开发成本,按照年增加利息支出0.27%计算,地产公司的盈利减少并不明显。尽管如此,本次加息对于一些资金链紧张、开发能力低下的小企业来说无疑是雪上加霜;它们与一些大地产商的合并、合作将越来越多的出现我们视野当中。

而对于业内一些优秀企业,将更多地尝试不同类型的融资渠道,如IPO、借壳上市、增发配股、债券、基金合作等。

优秀企业将在保证自身资金安全的情况下,加快整合行业的速度,房地产企业融资能力重要性将进一步显现。

更多的是影响预期

尽管近期房地产行业出台了一系列的政策,但是可以看出主



要是落实执行往年的政策为主,并且很多地方的执行细则还没有出台。房地产调控政策的执行将会牵动方方面面的利益群体,特别是地方政府的利益,例如在地方经济发展速度、税收收入和招商引资甚至官员政绩等众多方面,因此得到完全贯彻执行难度较大,对整个行业的影响更多的是影响了消费者的预期。

并且,目前多种政策效应的累加,可能导致短期内市场观望气氛浓郁,从而整体房价水平出现波动,交易量出现下降。特别是在2006年上涨较快的深圳、广州地区房屋价格,由于投资性购房

占有一定比例,可能会受到利率上升预期的冲击更为强烈;同时销售速度和部分需求下降有可能会使企业现金流和盈利能力的变化。

一些资产质量较差的中小开发商目前主要依赖商业银行发放的开发贷款,在调控的情况下,资金将难以为继,将会被动接受被整合的事实。而实力雄厚的开发商融资渠道较多,因此,受到的贷款收缩的影响较小,且部分开发商在全国范围内拓展业务,能够对冲部分区域房地产市场波动带来的风险,将在未来的整个房地产行业起主导作用。

促进大股东加快资产整合步伐

□国泰君安研究所 张宇 孙建平

此次加息将进一步提高房地产开发商资金成本,再加上紧缩银根的房地产贷款数量控制,将使得行业竞争越来越集中于资金和土地的竞争。

此次加息将小幅增加购房者的按揭贷款成本,投资性需求将继续是政策调控重点。基于中国经济持续增长前景、内需扩大、持续景气的商品房真实消费需求、人民币升值和城市化进程加速,这些宏观背景因素判断没有任何改变,房地产行业前景依然看好。同时,测算显示,3月18日后新购房者的按揭月供增加额不足120元,此前已购房的按揭月供从2008年1月1日才执行新利率。

资金成本上升和贷款从严格直接抬高了行业竞争门槛,将使得强势大中型企业的竞争优势越来越明显,且将直接体现为他们的市场份额和行业集中度提高,留给项目公司、小开发商的空间越来越小。

资金成本提高和贷款从严格、人民币升值和流动性过剩大趋势,将加速央企、地方实力企业、优秀民营企业等大股东加快集团资产整合,注入优质资产给上市公司的步伐,因为由此可以实现土地资源优势及其价值实现、融资渠道多元化、大股东市值与总资产做大做强的最佳结合。

因行业供求无趋势性拐点,主流上市公司业绩基本不受影响,大股东资产注入和行业重组并购题材将强化。

总额100万元,按揭7成假设下加息对房贷影响测算

(单位:%、倍、元、%)

| 对应贷款属性 | 贷款利率 | 基准利率倍数 | 月供增加额 | 年月供增幅 |
|--------|------|--------|-------|-------|
| 消费性贷款 | 6.04 | 0.85 | 92 | 1.86 |
| | 7.11 | 1 | 113 | 2.11 |
| | 7.82 | 1.1 | 129 | 2.28 |
| 投资性贷款 | 8.53 | 1.2 | 141 | 2.37 |
| | 9.24 | 1.3 | 158 | 2.53 |

总额100万元,按揭6成假设下加息对房贷影响测算

(单位:%、倍、元、%)

| 对应贷款属性 | 贷款利率 | 基准利率倍数 | 月供增加额 | 年月供增幅 |
|--------|------|--------|-------|-------|
| 消费性贷款 | 6.04 | 0.85 | 79 | 1.87 |
| | 7.11 | 1 | 97 | 2.11 |
| | 7.82 | 1.1 | 111 | 2.29 |
| 投资性贷款 | 8.53 | 1.2 | 121 | 2.37 |
| | 9.24 | 1.3 | 135 | 2.52 |

数据来源:国泰君安证券研究所测算

影响上市公司利润幅度约0.6%

□长城证券 但朝阳

加息对上市公司利润的影响主要体现在财务费用的上升,其中资产负债率较高,而利润率水平相对较低的公司会受到更大的影响。

整体而言,按照本次加息幅度匡算,影响全部A股上市公司利润总额的幅度大约在0.6%左右,对上市公司业绩的影响并不显著。但是部分高负债率、低利润率的行业仍受到较大的影响,其中受冲击最大的行业依次是家电、通讯设备、电子元器件、航空、建材、汽车零部件、纺织服装、医药等;而受影响最小的行业依次是机场、煤炭、港口、铁路、钢铁等。

对于资金密集的房地产行业来说,测算表明加息对房地产行业直接的利润影响非常有限(影响利润0.8%左右);而间接的影响即对市场的需求影响方面,一笔20年期100万元的按揭贷款在此次加息后每月增加的偿还金额是162元,增加的比例仅为2.1%,加息对购房者而言实际增加的还款压力很小,因此对市场的需求影响亦有限,房地产行业受加息的影响并不像许多投资者想象的

那么强烈。对于银行业而言,由于此次加息是同时提高存贷款利率,存贷差不变,商业银行从中获取贷款业务利润上升的好处并不明显,因此本次加息对银行业的影响以中性为主。

本次加息对各行业上市公司利润水平影响一览

| 行业 | 资产负债率 | 财务费用/主营业务收入 | 财务费用/利润总额 | 加息0.27%对利润总额影响幅度 |
|-------|-------|-------------|-----------|------------------|
| 航空 | 79.1% | 2.2% | 158.9% | 7.0% |
| 建材 | 59.8% | 3.7% | 88.9% | 3.9% |
| 汽车零部件 | 50.1% | 1.6% | 70.3% | 3.1% |
| 纺织服装 | 51.6% | 2.3% | 63.6% | 2.8% |
| 医药 | 52.6% | 1.8% | 48.0% | 2.1% |
| 商业 | 65.3% | 0.6% | 34.7% | 1.5% |
| 有色金属 | 53.3% | 1.8% | 25.0% | 1.1% |
| 电力 | 55.7% | 3.8% | 24.0% | 1.1% |
| 公路 | 53.3% | 2.0% | 23.8% | 1.0% |
| 机械 | 57.2% | 1.3% | 20.8% | 0.9% |
| 旅游 | 45.7% | 2.0% | 20.2% | 0.9% |
| 房地产 | 59.8% | 2.3% | 18.3% | 0.8% |
| 汽车整车 | 53.2% | 0.4% | 14.8% | 0.7% |
| 化工 | 52.8% | 0.9% | 14.0% | 0.6% |
| 食品饮料 | 42.0% | 0.9% | 13.1% | 0.6% |
| 钢铁 | 51.3% | 0.7% | 8.9% | 0.4% |
| 铁路 | 44.0% | 2.9% | 8.8% | 0.4% |
| 港口 | 40.1% | 3.0% | 7.5% | 0.3% |
| 煤炭 | 43.7% | 0.6% | 3.2% | 0.1% |
| 机场 | 20.6% | 1.1% | 2.7% | 0.1% |
| 通讯设备 | 61.7% | 1.1% | -44.9% | - |
| 电子元器件 | 54.7% | 2.7% | -70.3% | - |
| 家电 | 58.4% | 0.9% | -101.4% | - |
| 全部A股 | 85.1% | 1.2% | 14.1% | 0.6% |

注:表中财务指标采用2005年年报数据;全部A股资产负债率指标考虑了银行业的影响,故高于表中其他各行业水平
资料来源:wind,长城证券研究所

加息是利好,但程度有限

□中金研究部 周光

总的来说,加息对保险公司是利好,因为加息会提升保险公司存款和债券的收益率。当然,加息是利好的前提是,股市不会因此大跌,并且保单的销售不会因为加息而受到明显负面影响。

虽然此次加息能增加保险公司的存款收益,但由于对提升中长期债券收益率的作用有限,所以利好的程度有限。

——保险公司的银行存款多为5年期大额协议存款。这些存款的利率大都是浮动的,会随着法定利率的上升而同幅度自动上升。预计此次加息将给

各家保险公司带来额外的利息收入如表所示。

——短期内债券收益率上升的幅度有限,未来收益率曲线的提升和陡峭化还依赖于更大的债券发行规模。

根据中金公司债券研究的预测,短期内此次加息对中长期债券收益率提升的作用有限,只有10至20个基点,2007年全年可能上升30至40个基点。

中国人寿和中国平安的债券投资占总投资资产的一半以上。由于流动性过剩和发行量小,中国中长期债券收益率曲线非常平坦。从提升债券收益率的角度来说,此次加息的作用将非常有限。

国寿、平安整体回报率将提高约20基点

□招商证券研发中心 罗毅

加息对于保险行业的利润短期影响并不大,关键是对长期精算价值的影响。加息27基点并不会改变股市的长期上升趋势,所以,对股权投资回报率的影响忽略不计,而对于债券存款类的

升息带来的额外利息收入

(单位:百万元/人民币)

| 保险公司 | 2007E | 2008E |
|------|-------|-------|
| 中国人寿 | 417 | 635 |
| 中国平安 | 155 | 229 |
| 中国人保 | 29 | 38 |
| 中保国际 | 9 | 15 |

资料来源:公司数据,中金公司研究部

回报率影响,在长期来看,应达到1:1的提高关系,而债券存款类占比在未来应稳定在75%至80%,所以,27基点的加息对于国寿与平安整体的回报率提高将在20基点左右。

由于国寿的浮动利率存款占比较高,所以,加息对于其短期业绩影响要大于平安,按照测算,对2007年业绩影响为1.61%,但是利率的提升,将反映在债券存款类的长期回报率上,所以,27基点的加息可以使得精算价值提高4.4%。

平安的投资资产中,存款占比较小,所以加息对其短期业绩影响要小于国寿,按照测算,短期

业绩可以提高1.17%,而由于平安1999年以前的保单存在利差损,利率提高对其有效业务价值的提高作用非常明显,为17.39%,而对新业务价值影响较小。综合来看,对平安的精算价值提高为7.39%。

保险的短期业绩影响并不大,但是精算价值会受长期投资回报率较大影响,更为重要的是预计未来加息趋势不改,保险公司的价值必将逐步向合理估值。

退保率影响不会很大。由于此次加息幅度不大,同时国内寿险投保人对于利率的敏感性较低,所以,对于退保率并不会产生太大影响。

银行业

结构性升息 有利于扩大净息差

□中金公司研究部 范艳瑾

这次结构性升息将扩大银行净息差,不会影响全年信贷计划的完成,也不会改变资产质量提高的趋势,更消除了宏观调控的不确定性,有利于银行股的二级市场表现。活期存款或者中长期贷款占比较高的银行如建行等,能更多受益于升息。

有助于扩大银行净息差

此次升息具备结构性特点:活期存款利率未变。这种调整方式符合“活期存款利率不变”的判断,这种判断主要是基于:(1)国外支票账户(相当于活期存款)不支付利率;(2)活期存款利率0.72%和央行超储利率0.99%存在一定关联关系。在超储利率不可能上调的情况下,活期存款利率上升的空间也有限。

在期限短端,存款利率上升18个基点,高于贷款利率的升幅9个基点;在期限长端,存款利率调整幅度相同。

静态来看,此次升息有助于扩大银行的净息差。升息对净利息收入的影响主要来自两个方面:

——基准存贷利差的扩大。根据2006年底(或中期)的数据进行了估算,这次升息使得商业银行存贷利差都有所扩大,活期存款或者中长期贷款占比高的银行如建行、工行等扩大的幅度较大,约为8至10个基点。

——同业资产和债券收益率的上升。预计这次升息将会使同业资产的收益率和债券投资收益收益率上升约15个基

点。在计算市场利率上升对净利息收入的影响时,假设2007年有60%的该类资产重新定价,2008年有75%的该类资产重新定价。

综合考虑这两方面的影响,商业银行2007年和2008年净利润分别会增加1.5%至3%和2.5%至4.5%,其中建行、工行、交行和招行受到的正面影响较大。

不会影响全年信贷计划

1至2月份新增人民币贷款约9800亿元,2月份人民币贷款同比增速也显著回升到17.2%。年初信贷的高速增长一方面与实体经济的强劲相关,一方面也是因为商业银行面对央行宏观调控的博弈措施,央行的信贷额度控制使得商业银行更倾向于“早放贷、早受益”,而且即使央行出台行政性措施也能保证完成全年经营计划。此次贷款利率的提高有助于抑制投资,但在实体经济回报较高的情况下,27个基点的利率升幅难以改变强劲的信贷需求,不会影响上市银行全年信贷计划的完成。

难改资产质量提高趋势

升息后企业利息费用支出增加,但由于加息幅度不大,在经济仍能保持强劲增长的环境下,企业偿债能力不会受到较大负面影响。考虑到这次升息27个基点,下游工业企业的利率覆盖倍数约下降0.2至0.515倍,全部工业企业的平均利息覆盖倍数则下降0.24至0.636倍。因此,升息难以改变银行业资产质量提高的趋势。

不良贷款率不会大幅提高

□招商证券研发中心 罗毅

央行将存贷款一年期基准利率上调27个基点的调控措施,对于银行业影响中性。

●利差影响不大。此次加息与去年两次加息的方式有明显不同,主要表现在存款与贷款,长期与短期加的幅度几乎一致(除了一年期以下),对银行净利差影响不大。

●贷款增速依然将维持高位。由于中行、工行、招行、兴业等上市银行刚进行完融资,放贷动机很强,行业贷款

增速必然维持高位,同时由于银行的经营特点,上半年放贷指标压力较重,调控效应往往在下半年显现较大。

●经济持续向好,不良贷款率不会大幅提高。虽然业内普遍担心宏观调控将导致银行不良贷款率承受较大的压力,但是27个基点的加息并不足以使经济出现硬着陆,对于不良贷款率无需过于担心。

●银行股是经济高速增长,人民币升值背景下,长期投资的最佳标的。

对债券配置产生负面影响

□国泰君安研究所 伍永刚

将直接计入当期损益,不过由于该类债券比重较小,其负面影响也较小。而持有到期与可供出售类债券则可能面临机会成本的损失,具体依各自期限结构不同而有所区别。

——若从银行股价来看,考虑到人民币升值反过来利好银行板块,则本次加息对银行板块的总体影响略偏正面。

——银行行业贷款净利息收入上升0.70%。对银行贷款净利息收入的影响,可从两方面考察。一是银行的净利差扩大引起银行净利息收入增加;二是加息引起信贷规模紧缩,导致净利息收入减少。

由于净利差上升将导致银行业贷款净利息收入增加82.3亿元;而信贷规模紧缩将使其净利息收入减少约16.7亿元。两相抵消,银行贷款净利息收入将增加65.6亿元,增幅0.70%。

——对银行配置的债券具有一定负面影响。交易类债券的价格波动

——潜在不良贷款有增加的风险。

加息增加了企业的财务费用,有可能使个别企业的财务状况趋于恶化,从而使银行潜在不良贷款增加。不过,在目前阶段,宏观经济增长仍较强劲,紧缩调控只不过是熨平经济增长的剧烈波动,潜在不良贷款的增长非常有限。

——增加升值压力,反过来利好银行股走势

人民币升值压力增大,人民币升值压力进一步增大。而升值对银行板块又将形成一定的利好。