中国房地产

漫步于外滩

- **2017 年上海楼市遇冷。**上周我们前往上海考察当地市场。由于过去的一年里，上海房地产市场政策收紧，当地楼市的表现较弱。去年全年，上海商品房销售额同比下滑 39.9%至 4,027 亿元人民币；销售面积下滑 37.5%至 1,692 万平。开发投资增速由 16 年的 4.9%放缓至 4%，新开工面积则同比下滑了 7.8%。房价方面，受限价限购影响，新建住宅价格环比增速自 2016 年 10 月迅速下滑，并一直保持在-0.2%至 0.2%的区间范围内，新建住宅价格指数在 2017 年底仅同比增长了 0.2%。我们认为，上海房地产市场以及其他一线城市，将在 2018 年继续低位运行，政策松绑的可能性较低。
- **长租公寓市场处于摸索阶段，持续受政策支持。万科(2202 HK,买入)**早在 2015 年就开始长租公寓业务，但当时关注度并不高。2017 年，国家提出“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”，鼓励租赁住房的发展，同时，各房企也加快布局长租公寓市场。尤其在 2017 年下半年，各大型房企都推出了自己的长租公寓品牌，并提出未来建设目标。我们此行考察了**龙湖(960 HK,持有)**和**碧桂园(2007 HK, 持有)**在上海的长租公寓。总体而言，长租公寓受到年轻人青睐，入住率保持在较高水平，但如何保持长期而又稳定的盈利仍然任重道远。上述两家房企的长租公寓平均每间房的租金约 3,000 人民币/月。由于长租公寓前期需要投入较高的前期成本(更新改造成本约 1,500 元/平)，利润需要大约 3-5 年左右时间才开始释放，因此资金周转较传统开发销售模式有明显劣势。住建部也表示支持房地产企业进行创新租赁住房资产证券化实践，积极盘活存量房屋用于租赁，增加租赁住房有效供给。同时，积极推动住房租赁企业拓宽直接融资渠道，支持企业利用创新型金融工具发展住房租赁业务，推进住房租赁市场发展。今年 2 月 5 日，碧桂园获准发行百亿级长租公寓 REITs 产品，这也是首个百亿级的长租公寓 REITs 产品。碧桂园在去年就提出了在 2020 年供应 100 万套长租公寓的目标。我们相信，长租公寓的发展将持续受到住房政策、供给端、银行资金和资产证券化的支持。
- **商场流量喜人，机会仍在。**除长租公寓外，我们同时考察了上海一些商场。由于天气原因，相比开放式商场，上海顾客更倾向流连于室内商场。万科主要通过旗下印力管理其商业地产。万科在上海的商场在客流量，租户结构和出租率方面均运营良好。今年 1 月，印力、万科联合 TRIWATER 基金收购了凯德商用旗下的 20 个购物中心，耗资 83.65 亿人民币。收购完成后，印力将在全国持有或管理的商业项目数量达 120 家，管理面积 1,000 万平方米，覆盖中国 58 个城市。就运营管理面积而言，印力已超过**华润置地(1109 HK, 买入)**。
- **市场情绪转变，我们认为目前内房估值偏高。**内房股自去年初起股价持续上升，部分公司顺势进行股权或可换股债券融资。我们相信短期高峰已经出现，投资者目前正静待 3 月的年度业绩公布。在我们覆盖的内房股中，平均 FY18E 市盈率为 7.9 倍，或 31.3%的净资产折让。我们认为内房股价总体处在高位，首选估值较低的公司。我们首选**雅居乐(3383 HK, 买入)**、**中海宏洋(81 HK, 买入)**和**禹洲地产(1109 HK, 买入)**。

估值表

公司	代码	收市价 (港元)	目标价 (港元)	评级	市值 (百万港元)	市盈率 16A	17E	18E	每股资产 (港元)	折让
华润置地	1109	28.05	32.45	买入	194,413	10.0	9.7	8.8	46.35	39.5%
中国海外	688	27.1	28.64	买入	296,913	7.5	9.4	8.8	39.11	30.7%
中海宏洋	81	3.89	6.8	买入	13,317	9.9	4.5	5.7	11.25	65.4%
万科	2202	35.35	30.53	买入	440,130	15.6	11.5	10.0	43.61	18.9%
世茂	813	19.94	15.27	持有	67,537	11.1	8.5	7.7	17.83	-11.8%
碧桂园	2007	14.06	12.15	持有	305,663	22.6	12.5	10.2	15.19	7.4%
雅居乐	3383	11.88	16.21	买入	46,535	17.0	8.7	7.3	27.02	56.0%
合景泰富	1813	10.86	10.92	买入	34,265	8.0	7.4	6.3	21.84	50.3%
龙湖	960	22.25	18.4	持有	131,614	11.9	11.2	10.3	21.11	-5.4%
禹洲地产	1628	5.04	6.78	买入	21,093	9.0	6.2	5.3	10.43	51.7%
龙光地产	3380	10.3	12.3	买入	56,340	10.5	8.4	7.1	17.56	41.6%
平均						12.1	8.9	7.9		31.3%

资料来源：公司及招银国际研究预测

招银国际研究部

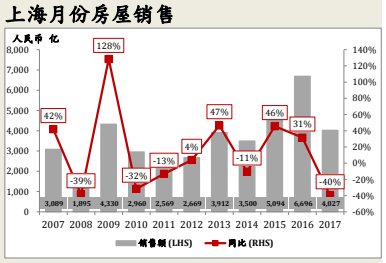
落后大市

文千森, CFA
电话：(852) 3900 0853
邮件：samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇
电话：(852) 3761 8773
邮件：huangchengyu@cmbi.com.hk

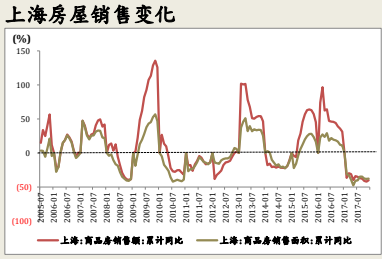
中国房地产行业

上海月份房屋销售



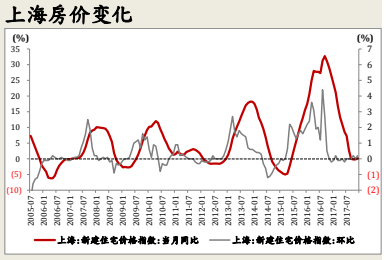
S 资料来源：Wind、招银国际研究

上海房屋销售变化



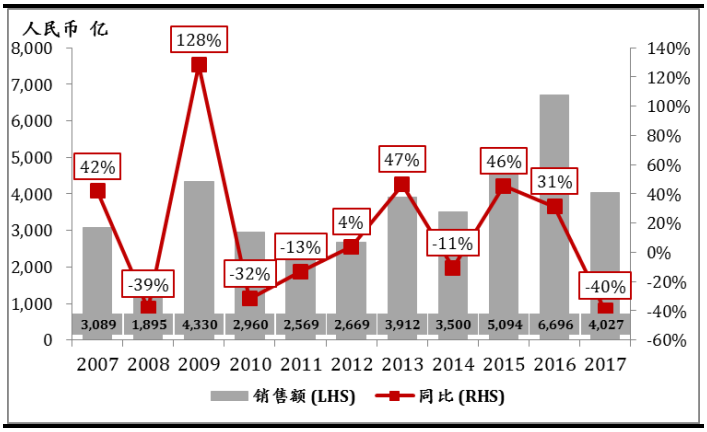
资料来源：Wind、招银国际研究

上海房价变化



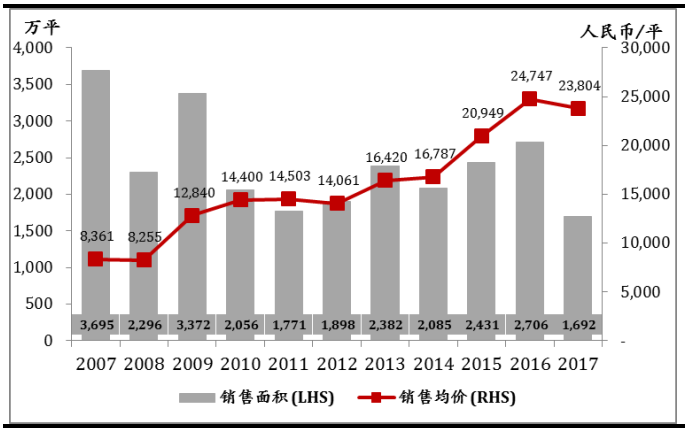
资料来源：Wind、招银国际研究

图 1: 上海市商品房销售额



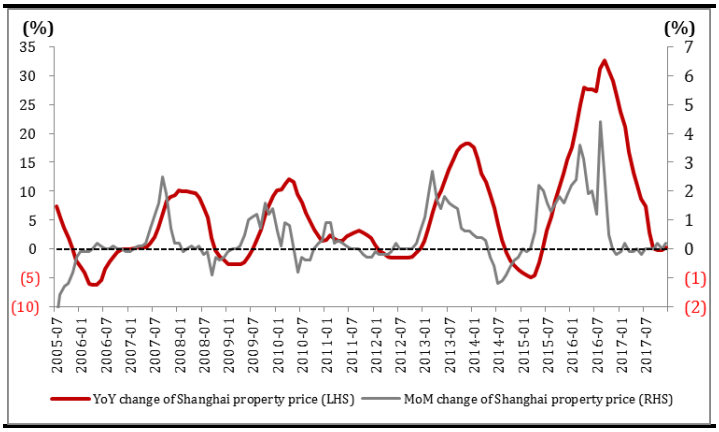
来源: Wind, 招银国际

图 2: 上海市商品房销售面积



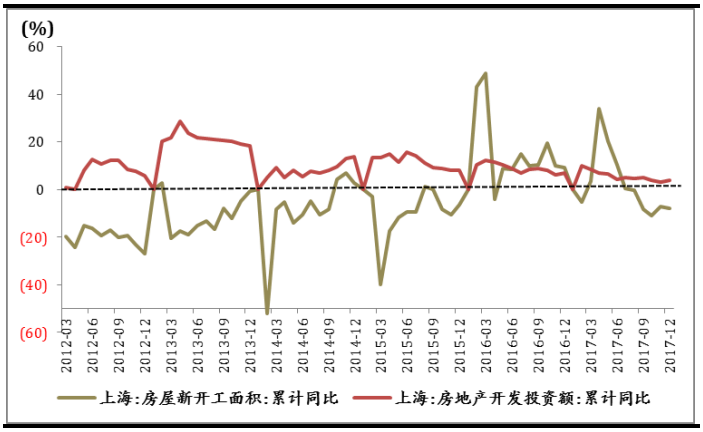
来源: Wind, 招银国际

图 3: 上海市新建住宅价格指数变化



来源: Wind, 招银国际

图 4: 上海市新开工面积与开发投资变化



来源: Wind, 招银国际

图 5: 部分房企旗下长租公寓品牌

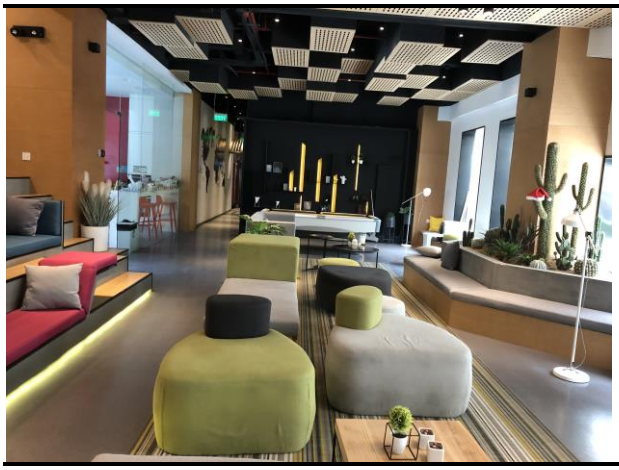
房企	品牌
万科	泊寓
龙湖	冠寓
旭辉	领昱
碧桂园	BIG+碧家国际社区
金地	荣尚荟自在寓
招商	壹间、壹栈、壹棠
绿城	绿城优客
阳光城	遇见
保利	UOKO
绿地	已开业

来源: 招银国际

图 6: 龙湖长租公寓品牌-冠寓

来源:招银国际

图 7: 公共区域



来源:招银国际

图 8: 公寓内部

来源:招银国际

图 9:公寓配套

来源:招银国际

图 10: 碧桂园长租公寓品牌-BIG+国际社区

来源:招银国际

图 11: 公共区域

来源:招银国际

图 12: 公共区域

来源:招银国际

图 13: 公寓内部

来源:招银国际

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入 : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 : 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼　　电话: (852) 3900 0888　　传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司("招银证券")为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显着区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者
本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令("金融服务令")第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者
本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的 "主要机构投资者"，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。