

中國房地產

今年欠缺金九銀十

鑑於經濟前景不明朗以及抵押貸款政策收緊，我們相信9月份房地產銷售將持續淡靜，維持2019全年房地產銷售下降5%的預測。預測數字或偏向悲觀，但我們認為估算方向是正確的。整體來說，房地產股估值偏低，2020年預測市盈率平均為4.8倍，較資產淨值折讓49.2%。在政府宣佈放鬆政策前，未見行業估值重估的可能。目前，我們的首選股主要是中型開發商，包括雅居樂（3383 HK），世茂（813 HK）和中海宏洋（81 HK）。

- **房地產銷售增長穩定。**國家統計局公佈了今年首八個月的中國房地產市場數據。全國房地產銷售額同比增長6.7%（今年首七個月為6.2%）至9.54萬億元人民幣，銷量同比下降0.6%（今年首七個月為-1.3%）至10.18億平方米。雖然銷售節奏略有改善，但我們認為信貸可用性對房地產市場至為重要，不論是針對個體購房者還是開發商。與貸款市場報價利率（LPR）掛鉤的新抵押貸款政策將於10月8日出爐。除上海外，國內大多數城市的抵押貸款利率變化不大，不論是與LPR還是基準利率掛鉤。
- **對9月及10月銷售不抱期望。**我們的經濟學家預計中國經濟將在2019年四季保持穩定，但屬暫時性，因中美貿易的談判結果才是關鍵。兩國政府的高級官員將於10月在華盛頓會面，預計年底前兩國將會達成部分協議。因此，我們相信在經濟前景明朗化之前，購房者態度只會愈趨謹慎。我們預計今年中國房地產市場將不會出現“金九銀十”。
- **供應量有限，價格仍堅挺。**根據國家統計局的房地產銷售數據，今年前八個月合約銷售均價同比增長7.3%至每平方米9,364元人民幣。自2017年3月以來，庫存持續減少至2019年8月的4.98億平方米。此外，自2017年11月以來，完工面積也有所下降。因此，我們相信未來房地產價格仍然堅挺。2019年8月，一/二/三線城市的平均房價分別同比上漲4.2%，9.9%和9.9%，對比2019年7月的4.3%，10.7%和10.2%。
- **開發商謹慎看待市場。**由於房屋政策設限、房地產融資環境收緊以及2018年的高基數，我們覆蓋的房地產公司的合約銷售額從2018年的50%回落至2019年首八個月的24%，但達成率平均達到67%，方向符合預期。淨負債比率相對穩定，平均由2018年12月的56.8%上升至2019年6月的58.8%。資產負債表風險屬可控水平。行業整體毛利率受壓，我們覆蓋的公司毛利率平均從2018上半年的34.1%收窄至2019上半年的32.8%。在價格限制和土儲土地成本增加下，毛利率承壓。我們認為利潤率下降將成為行業發展趨勢。

同步大市（維持）

中國房地產

文幹森, CFA

(852) 3900 0853

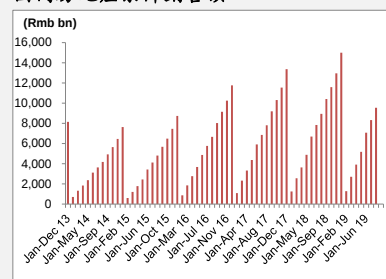
samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

(852) 3761 8773

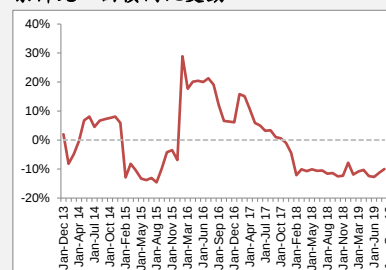
huangchengyu@cmbi.com.hk

國內房地產累計銷售額



資料來源：國家統計局，招銀國際證券

累計完工面積同比變動



資料來源：國家統計局，招銀國際證券

相關報告

1. “8月中國經濟數據—持續築底，期待四季度階段性企穩”—2019年9月17日
2. “中國房地產—市場漸趨疲弱”—2019年7月17日
3. “中國房地產—3月份重拾增長勢頭”—2019年4月23日

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。