

中国房地产

股价回落近40%，不利因素已反映

招銀國際研究部

❖ **1-5月物业销售上升11.8%**。2018年1-5月，全国商品房累计销售金额4.88万亿元，同比增长11.8%，增速较前期回升2.8个百分点；销售面积5.64亿平米，同比增长2.9%，增速较前期回升1.6个百分点，为近一年来累计增速首次回升。5月单月销售金额为1.26万亿元，同比增长20.63%；销售面积1.42亿平米，同比增长7.99%。销售金额和面积增速的双双反弹，主要是相较于一季度严格的预售证管控，5月部分城市出现了预售证和备案政策的松动，房企推盘节奏有所加快。全国房地产开发投资4.1万亿元，同比增长10.2%，增速比1-4月份回落0.1个百分点。其中，住宅投资2.9万亿元，增长14.2%，增速与1-4月份持平。住宅投资占房地产开发投资的比重为70.1%。

❖ **大型品牌房企强者越强**。根据克而瑞销售榜单，截至6月30日，TOP100房企合计全口径销售规模近4.6万亿元，同比增长36.5%，半年销售额达500亿元以上的房企数量为25家，有33家超过400亿元，皆有可能跨入全年千亿的门坎。销售排名前三甲的房企仍然是碧桂园、恒大、万科。销售额分别达4,125亿元、3,040亿元及3,030亿元，同比增长45%、26%及11%。从销售金额看，房企的行业集中度继续提升。其中，TOP30和TOP100房企的流量金额集中度近50%和70%，分别较2017年上半年提升7.6和12.5个百分点，市场资源和份额将向大型品牌房企进一步聚拢。

❖ **料下半年销售增长放缓**。虽然上半年中国物业市场销售依然活跃，但我们预料下半年是一个行业的整固期。首先，去年下半年的基数较大，2017是中国房地产销售的高峰，下半年销售金额达7.46万亿元，再加上一个监管更严厉的环境，我们相信中国房地产要在2018年下半年取得销售增长是很困难。此外，中国房地产市场调控的力度比我们原本预期更加严厉，限购、限贷、限价及限售以外，更开始限制企业购房，而最令市场担心的是更改棚改安置货币化政策的收紧，我们认为此政策的收紧会对未来三四线房地产市场的销售有所影响，但目前中国的房屋库存量（尤其是在三四线城市）已经改善，已竣工待售的房屋自2017年3月已连续15个月下跌，所以收紧也是理所当然，就算改变棚改安置货币化料不会对三四线房地产市场有巨大的打击，而且部份已购房的投资者随着房价的上升令其购买力增加，所以在三四线城市对房地产的需求不会有很大的回落。

❖ **去杠杆减少金融风险**。我们认为中国对房地产的调控主要是针对风险，过去三年房地产市场的急速扩张，主要建基于松动的信贷市场，房地产公司通过债券、银行借贷及其他融资渠道，购房者通过房贷及短期个人贷款，大部份借来的金钱都投进了房地产市场，我们相信中国政府通过调控来达到“去杠杆”的目的，以避免房地产泡沫在高位爆破时对银行及金融市场带来严重的冲击。

估值表

公司	代码	收市價 (港元)	目標價 (港元)	評級	市值 (百萬元)	17A	18E	19E	每股資產 (港元)	折讓
華潤置地	1109	25.9	29.64	買入	179,511	7.8	7.6	6.8	45.60	43.2%
中國海外	688	24.85	26.07	持有	272,262	6.7	7.0	6.0	40.10	38.0%
中海宏洋	81	2.65	5.03	買入	9,072	4.8	4.5	3.4	10.05	73.6%
世茂	813	20.8	19.26	持有	70,450	7.7	7.0	5.6	29.63	29.8%
雅居樂	3383	11.48	16.65	買入	44,968	6.4	6.0	5.2	30.28	62.1%
合景泰富	1813	8.78	11.21	買入	27,702	6.5	5.1	4.8	20.38	56.9%
龍湖	960	20.75	18.96	持有	123,054	8.2	8.2	7.0	29.17	28.9%
禹洲地產	1628	4.37	6.00	買入	18,308	5.1	4.4	3.3	10.00	56.3%
中駿置業	1966	3.51	4.99	買入	13,422	3.8	4.8	3.3	8.32	57.8%
龍光地產	3380	10.0	11.91	買入	55,039	7.4	6.9	5.0	18.32	45.3%
平均						6.8	6.4	5.3		49.2%

资料来源：公司及招銀國際研究預測

同步大市

文千森, CFA

电话：(852) 3900 0853

邮件：samsonman@cmbi.com.hk

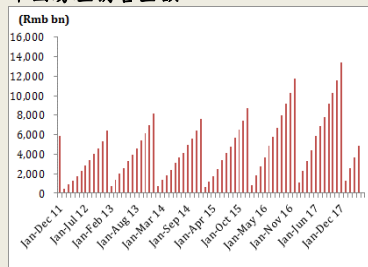
黃程宇

电话：(852) 3761 8773

邮件：huangchengyu@cmbi.com.hk

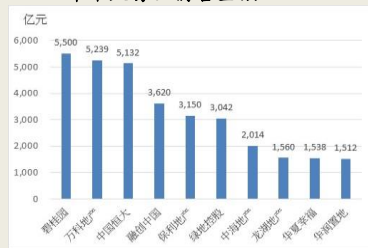
中国房地产行业

中国房屋销售金额



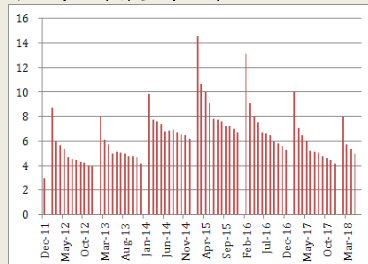
资料来源：国家统计局、招銀國際研究

2017年十大房企销售金额



资料来源：克而瑞

中国房屋库存量消化期



资料来源：国家统计局、招銀國際研究

- ❖ **人民币贬值带来损失。**另一个对房地产公司影响较大的是人民币汇价问题，今年以来，中国收紧房地产公司在国内发行企业债，迫使多家房地产公司在海外市场发行美元企业债，虽然中国房地产公司的收入及成本皆大部份为人民币，但最近人民币兑美元大幅波动，由今年 3 月兑美元的高位 6.254 回落至现在的 6.67，对于其手持的美元债可能有巨额的升值，这样的话，公司需要在损益表中反映出来，料对 2018 年业绩将有影响。
- ❖ **股价下跌已反映不利情况。**跟随大市回落，中国房地产公司的股价已从年初以来的高位下挫接近 40%，目前的估值为 2018 年市盈率的 6.4 倍或较资产净值折让 49.2%。最近中国证监会批准龙湖(960 HK)及旭辉(884 HK)分别在 2 年内发行 50 亿元及 34.95 亿元的企业债，我们相信信贷紧张的情况出现转机。除非出现重大的金融危机，内房股的估值已反映未来的风险，所以我们将行业评级由“落后大市”上调成为“同步大市”。
- ❖ **下调目标价以反映人民币汇率假设的改变及扩大资产净值折让率。**第一，我们认为将人民币汇率的假设由今年 3 月的 1 人民币兑换 0.81 港元改为现在的 1 人民币兑换 0.86 港元，这将拉低 2018 年末的每股资产净值预测；第二，因为近来投资市场波动，风险胃纳的改变，我们将目标价与每股资产净值的折让增加 5-10 个百分点。最后，在我们覆盖的公司目标价减少 9-22%。基于以上情况的改变及未来潜在回报，我们将合景泰富(1813 HK)的评级由「持有」至「买入」

图 1：2018 上半年销售及完成度

排名	企业简称	1-6月金额 (亿元)	变化 (%)	18 销售目标 (亿元)	完成度 (%)
1	碧桂园	4,125	45%	NA	NA
2	中国恒大	3,040	26%	5,500	55%
3	万科地产	3,030	11%	NA	NA
5	融创中国	1,916	76%	4,500	43%
7	中海地产	1,217	4%	2,494	49%
9	龙湖集团	937	2%	2,000	47%
10	华润置地	852	35%	1,830	47%
12	绿城中国	769	29%	1,600	48%
14	世茂房地产	733	62%	1,400	52%
15	中国金茂	718	197%	1,000	72%
17	旭辉集团	662	40%	1,400	47%
22	富力地产	628	52%	1,300	48%
25	融信集团	545	76%	1,200	45%
26	雅居乐	490	29%	1,100	45%
29	龙光集团	433	101%	660(应占)	64%
30	远洋集团	432	没提供	1,000	43%
33	奥园集团	403	没提供	730	55%
42	合景泰富	306	76%	650	47%

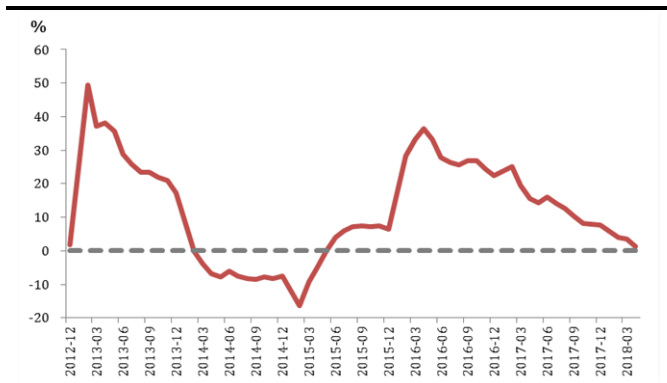
资料来源：克而瑞、公司及招银国际研究

图2：目标价及评级的改动

公司	代码	收市價 (港元)	評級	目標價 (港元)		每股淨資產 (港元)		資產淨值折讓	
				新	舊	新	舊	新	舊
華潤置地	1109	25.9	買入	29.64	32.89	45.6	46.99	35%	30%
中國海外	688	24.85	持有	26.07	28.75	40.1	41.08	35%	30%
中海宏洋	81	2.65	買入	5.03	6.47	10.1	10.7	50%	40%
世茂	813	20.8	持有	19.26	21.23	29.63	30.33	35%	30%
雅居樂	3383	11.48	買入	16.65	18.34	30.28	30.57	45%	40%
合景泰富	1813	8.78	買入 ↑	11.21	12.52	20.38	20.86	45%	40%
龍湖	960	20.75	持有	18.96	21.68	29.17	30.97	35%	30%
禹洲地產	1628	4.37	買入	6.00	6.90	10.00	10.62	40%	35%
中駿置業	1966	3.51	買入	4.99	6.19	8.32	8.84	40%	30%
龍光地產	3380	10.0	買入	11.91	13.61	18.32	19.45	35%	30%

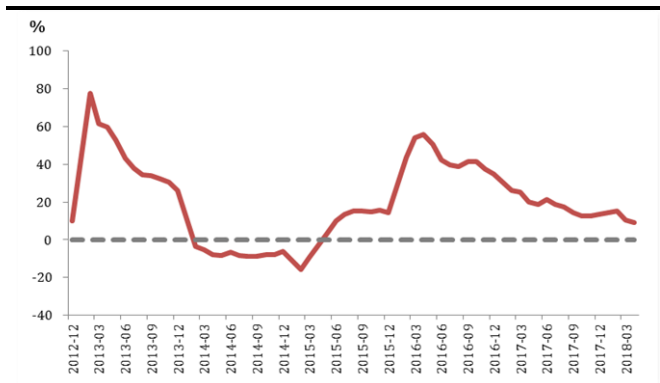
资料来源：公司及招银国际研究预测

图3：商品房销售面积 YOY



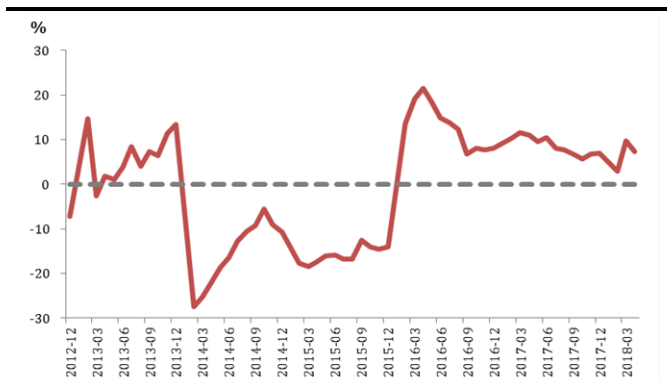
资料来源：国家统计局、招银国际研究

图4：商品房销售额 YOY



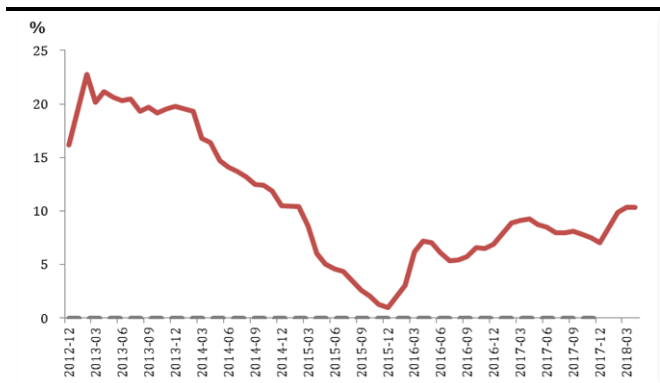
资料来源：国家统计局、招银国际研究

图5：新开工面积 YOY



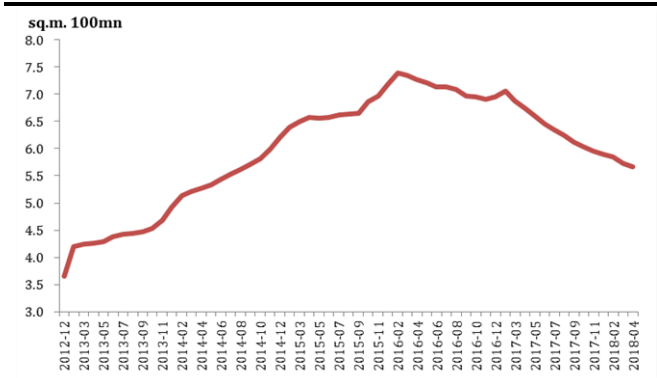
资料来源：国家统计局、招银国际研究

图6：开发投资完成额 YOY



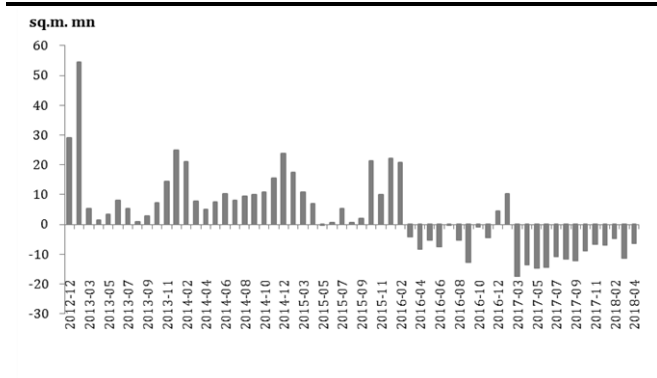
资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 7：商品房待售面积:累计值



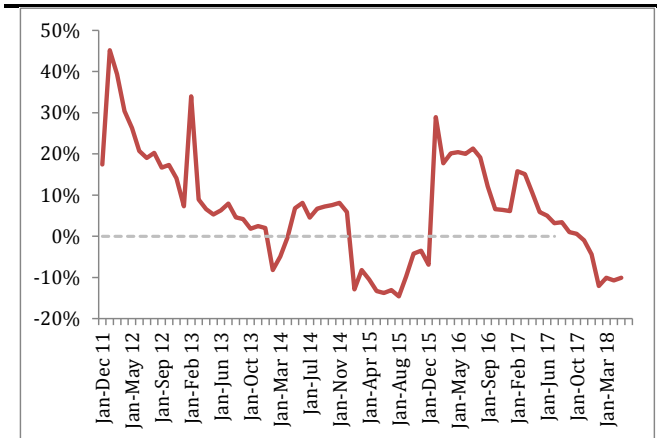
资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 8：每月商品房库存变化



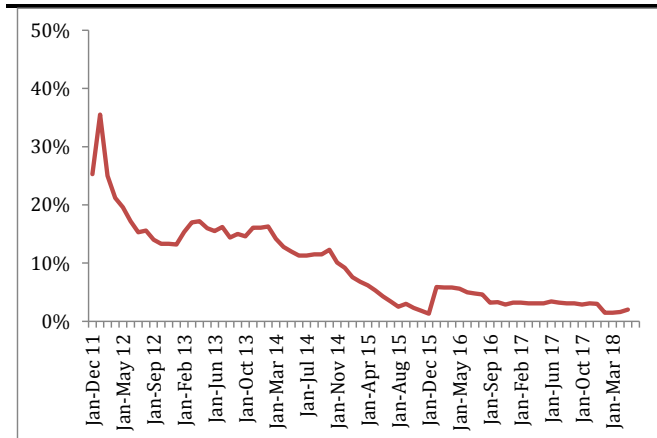
资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 9：年累计竣工面积变化



资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 10：在建面积的变化



资料来源：国家统计局、招银国际研究

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

行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

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作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上责任。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著区别，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，请与我们联系。

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 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士。