

中國房地產

預期未來成交量下跌 10%

❖ **易居料 2019 年房地產成交量下降 10%。**我們上週五邀請了克而瑞(CRIC)的研究總監洪聖奇到招銀國際與我們的客戶分享他對中國房地產市場的看法，克而瑞是易居(2048 HK, 買入)的全資附屬公司。雖然他認為市場的基本因素欠缺吸引，但因為預期政策的放鬆，市場氣氛正在改善中。整體來說，易居預期中國房地產在 2019 年的成交量將下跌 10%。

❖ **三座大山。**1) 近期成交量薄弱，大部分城市在一月份的成交下跌約 20-30%，尤其是在農曆新年期間，部分城市的交投減少 50%，料在 2019 年第一季仍會持續下去。2) 2019 年棚改新開工的目標將減少 21%，其中八個省份將下調棚改發展規模多於 20%，河南及山西更減少多於 70%。3) 土地拍賣流拍上升，2017 年只有少於 10%的土地拍賣是失敗及需要收回，不過在 2018 年土地流拍的情況升至約 20%，但易居認為不用太擔心流拍，認為這只是市場的行為，因此大部分城市的地價都下跌，只有少數的 3/4 線城市的地價在 2018 年上升。

❖ **預期庫存及供應將會改善。**在 80 個監察中的城市，庫存量在上升中，但大部分仍在 18 個月內，不過在北京、大連、廈門、瀋陽、汕頭、舟山、烟台、宜興等地的庫存超過 18 個月，因為以上八個城市的供應較高，同時物業買家比較審慎，所以令到去化率較低，以上八個城市的要以較長時間才能把房屋賣出。第二，2018 年房屋供應量增加 22%，而在一線城市的供應量更上升 45%，主要是地方政府對預售證的審批放寬，尤其是針對房價的限制。

❖ **首次買家或首次改善型為主要的買房者。**以買房的用途考慮，首次買家及首次改善型分別佔 2018 年買房者的 30% 及 24%。與 2017 年比較，首次買房者的比例增加了四個百分點，這反映在房地產調控的時候，首次買房者較容易入市；另外，純粹投資用途的買家減少一個百分點至 12%。

❖ **大灣區的投資興趣刺激起來。**跟隨着政府的政策，更多房地產開發商進入了大灣區，不過在深圳的土地因資源有限而供應緊張，大灣區的未來土地供應將來自廣東、佛山及肇慶。在大灣區九個城市中，易居比較看好佛山及東莞市。

估值表

公司	代碼	收市價 (港元)	目標價 (港元)	評級	市值 (百萬元)	17A	18E	19E	每股資產淨值 (港元)	折讓
華潤置地	1109	29.1	32.93	買入	201,690	9.0	7.4	7.2	47.04	38.1%
中國海外	688	28.95	29.08	買入	317,182	7.8	7.1	6.8	45.05	35.7%
中海宏洋	81	2.96	4.57	買入	10,133	5.3	4.4	3.5	11.43	74.1%
万科	2202	30.05	37.34	買入	338,723	10.4	8.7	7.7	46.68	35.6%
世茂	813	20.35	20.58	持有	67,185	7.7	6.1	5.3	29.40	30.8%
碧桂園	2007	10.48	18.55	買入	226,868	7.5	5.5	4.6	33.72	68.9%
雅居樂	3383	10.08	15.07	買入	39,484	5.7	4.4	3.9	27.40	63.2%
合景泰富	1813	7.24	11.32	買入	22,980	5.5	4.5	3.7	18.87	61.6%
龍湖	960	23.8	21.68	持有	141,450	9.7	7.6	7.7	30.97	23.2%
禹洲地產	1628	3.77	5.19	買入	18,097	4.5	3.7	3.5	8.65	56.4%
中駿置業	1966	3.08	4.73	買入	12,708	3.4	3.0	2.9	7.89	61.0%
龍光地產	3380	10.7	12.16	持有	58,665	8.0	6.8	5.3	20.26	47.3%
奧園	3883	5.7	7.60	買入	15,371	8.3	5.3	4.4	15.20	62.2%
時代中國	1233	10.2	11.30	買入	18,742	4.4	3.8	2.8	22.60	54.8%
平均						7.0	5.8	5.2		50.9%

資料來源：彭博、招銀國際研究預測

招銀國際研究部

同步大市 (維持)

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

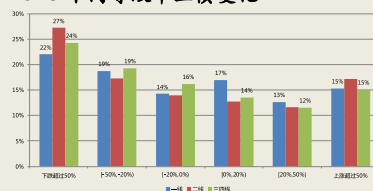
黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

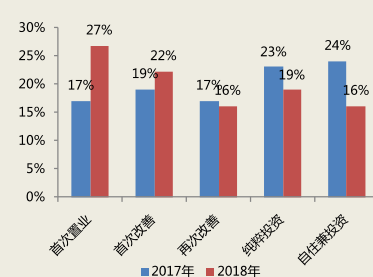
中國房地產行業

2018 不同等級市土價變化



資料來源：克而瑞

不同等級市購房用途



資料來源：克而瑞

中國房屋銷售金額



資料來源：國家統計局、招銀國際研究

問答

Q: 目前大部分開發商傾向二線城市，如果今年繼續看好三四線，將是基于什麼樣的邏輯？

A: 看好一二線城市是市場一貫的看法。目前市場對三四線城市的預期特別差，而在普遍悲觀的預期下，可能存在預期差，即三四線沒有想像中那麼差。如果今年整個房地產市場不好，那主因就是三四線。如果今年有什麼驚喜，那就是三四線的情況比悲觀預期要好。

Q: 如果政策有所鬆動，會是什麼時候，會是哪一方面的放鬆？

A: 大規模放寬調控政策的條件和前提並不成熟。因為儘管市場交易成交出現下滑，但目前庫存水平并不高，所以在這種情況下，政府出現逆轉性政策調整的可能性并不大。可能更多的是細節方面的調整，比如人才購房放鬆，貸款放鬆。其中貸款放鬆，即下調一二套房首付比例，可能是最為積極的放鬆政策了。目前大部分國內居民仍然傾向房產作為保值增值的工具，而貸款放鬆可以刺激這部分購房需求，比其他政策放鬆效果可能更好。

若出現大規模的逆轉性的政策，說明市場已經非常低迷。上半年的統計數據往往會在三季度公布。唯一出現大規模的政策調整的可能就是前三季度市場情況特別差，否則都是平穩，細微的政策調整。

Q: 流拍率可能在今年上升，可不可以拆分不同級別城市的情況？未來正常化得流拍率會在什麼水平？

A: 目前流總體拍率是 16%。如果個別三四線城市流拍率上升至 20%，甚至 50%也是有可能的，這可能由于這些城市本身就沒有太多吸引力。一般情況下，一二線的流拍率並不高，在 5-6%，而三四線流拍率高于一二線。預計總體會維持在 10-20%。

Q: 一月份社融數據向好，向房地產的傳導會有多久？

A: 去年我們做過社融的研究。去年消費貸增長很快，根據我們調研發現，大部分的新增消費貸以各種名義進入了房市，比方說首付貸，但現在這種情況已經明顯減少。另一方面，社融數據上升說明政府引導融資環境放鬆。

Q: 大灣區中，看好佛山和東莞是基於什麼邏輯？

A: 佛山在地理位置上緊靠廣州，兩座城市一直在同城化。東莞的北面是廣州，南面是深圳，處於大灣區核心位置。之前深圳城市外溢主要利好了東莞南部區域，而東莞的核心區域人口還是很多的，隨著大灣區的整合，東莞本地居民收入上升，東莞也會有較大的升值空間。

Q: 全年投資怎麼看？

A: 新開工面積的增長很大程度上受到市場情況影響，我們預期今年市場情況會比較差，因此，新開工也會等比例地下降。但只要市場情況一旦轉好，新開工也會馬上回升。總體而已，新開工和市場成交數據同步。整體投資也會跟市場成交同步。

圖一：中國 30 大開發商 2018 年合同銷售金額

排名	英文名稱	中文名稱	合同銷售金額(十億元人民幣)
1	Country Garden	碧桂園	728.7
2	China Vanke	萬科	606.9
3	Evergrande	恆大	551.1
4	Sunac	融創	460.0
5	Poly	保利發展	405.0
6	Greenland	綠地	381.2
7	COLI	中國海外	268.8
8	Future Land	新城控股	220.4
9	CR Land	華潤置地	210.6
10	Longfor	龍湖	200.7
11	Shimao	世茂	176.1
12	CM Shekou	招商蛇口	170.5
13	China Fortune Land	華夏幸福	168.0
14	Yango Group	陽光城	162.8
15	CIFI	旭輝	162.5
16	Gemdale	金地集團	162.4
17	Greentown China	綠城中國	156.4
18	Zhongnan Group	中南置地	152.1
19	Gunagzhou R&F	富力地產	141.5
20	Tahoe	泰禾集團	130.3
20	Zengro	正榮集團	130.3
22	Jinke	金科集團	129.1
23	Zhongliang	中梁控股	128.9
24	China Jinmao	中國金茂	128.0
25	Ronshine	融信集團	121.9
26	Sino-Ocean	遠洋集團	109.5
27	Languang Development	藍光發展	104.2
28	Shinsun Real Estate	祥生地產	102.9
29	Agile	雅居樂	102.6
30	Zhejiang Rongsheng	榮盛發展	100.5

資料來源：克而瑞、招銀國際研究

圖二：中國 30 大開發商 2018 年應佔權益合同銷售金額

排名	英文名稱	中文名稱	應佔權益合同銷售金額(十億元人民幣)
1	Evergrande	恒大	524.1
2	Country Garden	碧桂園	520.4
3	China Vanke	萬科	424.8
4	Greenland	綠地	343.1
5	Sunac	融創	326.2
6	Poly	保利發展	287.6
7	COLI	中國海外	251.2
8	CR Land	華潤置地	181.1
9	Future Land	新城控股	169.8
10	China Fortune Land	華夏幸福	161.0
11	Shimao	世茂	152.3
12	Longfor	龍湖	140.5
13	Gunagzhou R&F	富力地產	131.1
14	Yango Group	陽光城	125.1
15	CM Shekou	招商蛇口	124.1
16	Gemdale	金地集團	113.7
17	Tahoe	泰禾集團	109.5
18	Zhongnan Group	中南置地	106.5
19	Jinke	金科集團	105.9
20	Zhongliang	中梁控股	99.1
21	Zhejiang Rongsheng	榮盛集團	95.6
22	Languang Development	藍光發展	91.7
23	Logan	龍光	88.8
24	China Jinmao	中國金茂	88.3
25	Shinsun Real Estate	祥生地產	87.7
26	CIFI	旭輝集團	86.1
27	Zengro	正榮集團	83.4
28	Ronshine	融信集團	83.0
29	Agile	雅居樂	80.9
30	Sinic Real Estate	新力地產	79.6

資料來源：克而瑞、招銀國際研究

圖三：中國 30 大開發商 2018 年合同銷售面積

排名	英文名稱	中文名稱	合同銷售面積(百萬平方米)
1	Country Garden	碧桂園	773.1
2	Evergrande	恆大	52.40
3	China Vanke	萬科	40.16
4	Greenland	綠地	35.75
5	Sunac	融創	30.20
6	Poly	保利發展	27.15
7	Future Land	新城控股	17.91
8	COLI	中國海外	16.31
9	China Fortune Land	華夏幸福	15.39
10	Jinke	金科集團	14.99
11	Zhongliang	中梁控股	12.97
12	Longfor	龍湖	12.46
13	Yango Group	陽光城	12.39
14	CR Land	華潤置地	12.06
15	Zhongnan Group	中南置地	11.58
16	Gunagzhou R&F	富力地產	10.94
17	Central China	建業	10.67
18	Shimao	世茂	10.66
19	CIFI	旭輝	10.29
20	Languang Development	藍光發展	10.26
21	Zhejiang Rongsheng	榮盛集團	9.93
22	Zengro	正榮集團	9.07
23	Gemdale	金地集團	8.66
24	China Aoyuan	奧園集團	8.19
25	CM Shekou	招商蛇口	8.15
26	Greentown China	綠城中國	8.14
27	Midea Real Estate	美的置業	8.01
28	Agile	雅居樂	7.96
29	Shinsun Real Estate	祥生地產	7.44
30	Jiayuan	佳源集團	6.40

資料來源：克而瑞、招銀國際研究

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）發表于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并無直接或間接關係。

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。

招銀證券投資評級

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

行業投資評級

優于大市	: 行業股價于未來 12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來 12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來 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: 香港中環花園道三號冠君大廈 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。而過去的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，并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，并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。

本報告基于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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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。接收本報告之行爲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。