

中國房地產

2018年是一個整固期

- ❖ **預期2017年銷售增長9.6%**。根據國家統計局數據，2017年首11月的全國房屋銷售金額及面積分別增加12.7%至11.55萬億元(人民幣·下同)及7.9%至14.66億平方米，增長放緩主要受一系列的針對房地產市場宏觀調控措施影響，但我們相信影響最深的是銀行收緊房貸政策，最近我們發現在北京及上海再將首套房的房貸利率調高，所以近來的房屋銷售增長可能進一步放緩，我們預期2017全年的房屋銷售金額及面積分別增加9.6%至12.89萬億元及6.8%至16.80億平方米。
- ❖ **最大三家發展商的2017年銷售金額皆超越5,000億元**。強者愈強，根據克而瑞的統計，碧桂園(2007 HK, 持有)、萬科(2202 HK, 買入)和恒大(3333 HK, 未評級)2017年銷售金額分別為5,550億元、5,239億元和5,132億元。三大巨頭合計的市場份額由2016年的8.9%上升至我們估計的2017年的12.3%，預期市場整合將持續下去，三大巨頭的2018年市場份額料繼續上升。
- ❖ **去庫存是一個好訊號**。因為2017年銷售增加、房地產投資及新開工比較審慎，房地產庫存自2017年3月起已連續9個月錄得下跌。至11月末，商品房待售面積同比下跌13.7%至5.96億平方米，相等於4.5個月的存銷比，我們預期存銷比將由2016年末的5.3個月降至2017年末的4.2個月，即回復至2013年水平。
- ❖ **長租公寓將是2018年的亮點**。中國政府鼓勵發展出租公寓，例如推出專為發展出租公寓的土地及多種融資渠道，部份房地產公司包括碧桂園、萬科、龍湖(960 HK, 持有)及旭輝(884 HK, 未評級)等都樂於參與，不過，我們相信長租公寓的回報並未能吸引發展商長期大力發展長租公寓業務。此外，市場也關心物業稅的推行，但我們相信物業稅並不會在2018年全國實施。
- ❖ **在預期2018年房屋銷售下跌10%下，內房股估值較高**。我們認為中國政府不會在2018年取消針對房地產市場的宏觀調控措施，因而預期2018年房屋銷售金額及面積分別減少10%及8%。近數天內房股的股價上升令內房股估值偏高，在我們覆蓋的內房股，其平均的2018年市盈率為8.0倍，平均的股價與資產淨值折讓為28.8%，我們相信整體的估值較高，首選股份分別為華潤置地(1109 HK, 買入)、中海宏洋(81 HK, 買入)及雅居樂(3383 HK, 買入)。

估值表

公司	代碼	收市價 (港元)	目標價 (港元)	評級	市值 (百萬港元)	市盈率			每股資產 (港元)	折讓
						16A	17E	18E		
華潤置地	1109	23.8	32.45	買入	164,956	8.5	8.2	7.4	46.35	48.7%
中國海外	688	27.2	28.64	買入	298,009	7.5	9.5	8.9	39.11	30.4%
中海宏洋	81	4.61	6.8	買入	15,782	11.7	5.4	6.8	11.25	59.0%
萬科	2202	34.5	30.53	買入	432,710	15.4	11.3	9.9	43.61	20.9%
世茂	813	19.16	15.27	持有	64,895	10.8	8.3	7.5	17.83	-7.5%
碧桂園	2007	15.52	12.15	持有	330,264	25.3	14.0	11.3	15.19	-2.2%
雅居樂	3383	12.4	16.21	買入	48,571	17.9	9.2	7.7	27.02	54.1%
合景泰富	1813	10.52	10.92	買入	33,192	7.8	7.3	6.2	21.84	51.8%
龍湖	960	22	18.4	持有	129,964	11.9	11.2	10.3	21.11	-4.2%
禹洲地產	1628	4.41	5.48	買入	18,456	8.0	5.5	4.7	9.14	51.8%
龍光地產	3380	8.4	8.44	買入	46,277	8.7	10.4	7.4	9.75	13.7%
平均						12.1	9.1	8.0		28.8%

資料來源：公司及招銀國際研究預測

招銀國際研究部

落後大市

文幹森, CFA

電話：(852) 3900 0853

郵件：samsonman@cmbi.com.hk

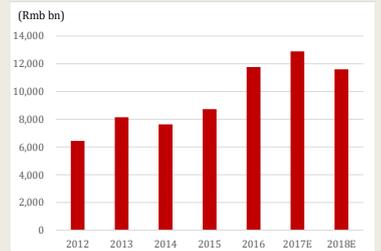
黃程宇

電話：(852) 3761 8773

郵件：huangchengyu@cmbi.com.hk

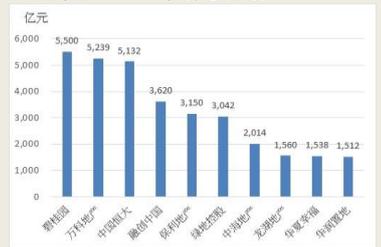
中國房地產行業

中國房地產銷售金額



資料來源：國家統計局

十大房企2017年銷售金額



資料來源：克而瑞

存銷比



資料來源：國家統計局、招銀國際研究預測

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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责任。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。