

中国房地产

开发商才是自己的救世主

促销活动及市场情绪逐渐稳定使得今年10月销售数据较9月略有改善，可减轻市场对基本面进一步走弱的担忧。在此时机，投资者可以开始关注超跌的价值股，如：世茂及融创。因为1) 央行于10月20日至29日向市场净注入了万亿人民币，为市场提供了一些流动性，本次释放量同比、环比均有明显提升。2) 随着开发商持续进行资产处置(2H21共处置550亿元资产)和加快核心项目销售(如北京、上海)，努力求生存，我们认为行业违约风险在改善。3) 房产税试点的实际影响暂时小于市场预期。考虑到行业市净率0.8倍(很多房企小于0.4倍)的估值，我们认为超跌的价值股(短期能活下来)以及优质股(长期能跑赢)在年底至1Q22会有机会。

- **10月销售环比数据趋于稳定：**根据克尔瑞发布的初步销售数据显示，我们所追踪房企的销售金额在10月同比下降32%。促销活动及更明朗的宏观政策小幅改善了10月的销售数据。尽管去年基数较高(20年10月同比增长16%、20年9月同比增长13%)，但仍略优于今年9月38%的同比跌幅。截止10月，全年销售同比增长5%，总完成率仅74%。其中，10月销售额下跌超30%的房企有富力、奥园、万科、世茂和中骏。反观，金茂在今年10月录得了9%的同比销售增长。
- **房产税试点的负面影响尚未显现：**虽然房产税试点目前仅处于草案阶段，但市场已经开始担忧拥有多套房的业主在短期内会大量抛售房产。根据我们追踪的8个一、二线城市近期交易数据来看，10月23日至29日(即房产税公告后)二手房交易量仅978套，较历史平均水平要低。该数据可以作证目前的实际情况比市场预期的要好。我们认为要等到税率和征收范围正式出炉后才有可能出现实质的影响。
- **行业违约风险有所改善：**政策方面，除央行为维持市场流动性释放万亿人民币之外并无任何实质性的政策宽松。因此，开发商需依靠资产处置以及加快销售回款来进行自救。资产处置方面，我们看到恒大、融创等公司在今年下半年完成了超550亿元的交易。这能充分体现开发商自救的决心。销售方面，我们也观测到一些能够提振市场情绪的数据。如：融创北京学府壹号院已经卖超100亿；融信上海嘉定区海纳印象实现当日100%去化，去化货值21.3亿，当日回款17.5亿(回款率82%)。目前，恒大也尚未放弃，正在积极自救。综上所述，我们认为行业违约的风险已经有所改善。

优于大市 (维持)

中国房地产行业

曾展

(852) 3916 3727
jeffreyzeng@cmbi.com.hk

肖潇

(852) 3761 8952
xiaoxiao@cmbi.com.hk

图 1: 9-10 月资产处置加速

公司	日期	处置标的	金额或股权比例 (港币亿)
融创	10月29日	18.64亿贝壳股权	43
花样年	10月26日	邻里乐100%股权	40
红星美凯龙	10月21日	定增募资	45
融创	10月18日	融创游艇60%股权	NA
红星美凯龙	10月15日	物业公司80%股权	8
花样年	10月13日	深圳奥启富48.98%股权	NA
恒大	9月29日	17.53亿盛京银行股权	122
奥园	9月27日	向恒基兆业李家杰配售1.08亿股	4
		向郭梓文家族信托配售1.62亿股	6
时代中国	9月26日	东莞丰时管理48.98%股权	NA
富力	9月20日	富力物业100%股权	122
阳光城	9月15日	阳光智博100%股权置换	万物云4.8%股权
		盛京银行1.9%股权*	12
		深圳高新投7.08%股权*	13
恒大	8月31日	恒大冰泉49%股权*	24
		五个地产项目股权及非核心资产*	113
	8月1日	恒腾网络11%股权*	33
红星美凯龙	7月18日	红星地产70%股权	49
蓝光	7月12日	苏州润堂70%股权	NA
绿地	7月5日	绿闵物业管理100%股权	15
红星美凯龙	6月2日	多间物流公司	28

*公布于中期报告内

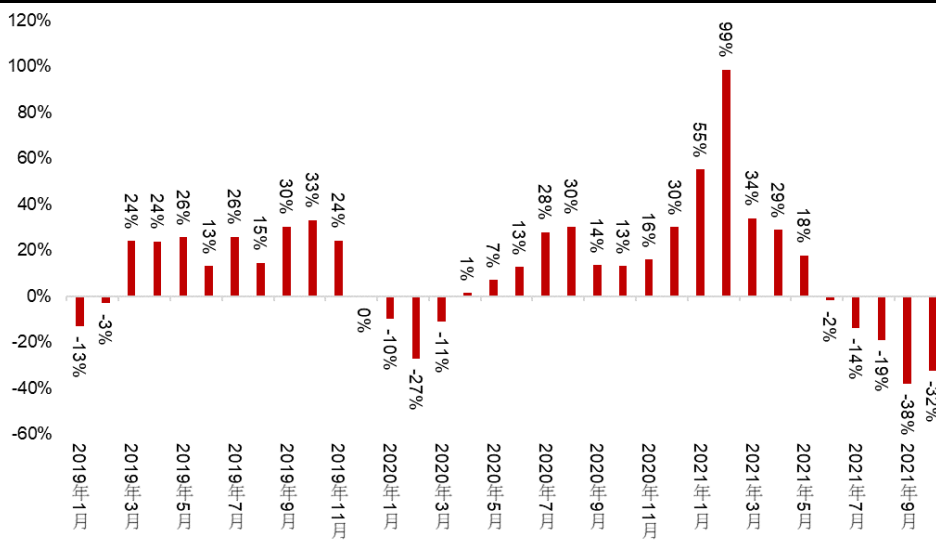
资料来源: 公司公告, 招银国际证券

图 2: 房企 10 月销售数据略优于 9 月

公司名称	十月份销售 (十亿人民币)	2021年前10月销售		2021年度目标		完成率		
		同比	(十亿人民币)	同比	(十亿人民币)			
碧桂园 (权益金额)	2007 HK	47	-17%	490	-2%	624	9%	79%
万科	2202 HK	37	-31%	518	-5%	790	12%	66%
融创	1918 HK	51	-28%	513	14%	700	22%	73%
中海	688 HK	26	-7%	303	6%	400	11%	76%
华润	1109 HK	20	-22%	250	15%	315	11%	79%
世茂	813 HK	20	-32%	242	5%	330	10%	73%
龙湖	960 HK	26	-7%	228	6%	310	15%	74%
旭辉	884 HK	16	-19%	209	20%	265	15%	79%
金茂	817 HK	20	9%	196	9%	250	8%	78%
新城	1030 HK	24	-10%	194	2%	260	4%	75%
雅居乐	3383 HK	11	-27%	113	8%	150	9%	75%
奥园	3883 HK	10	-33%	109	10%	150	13%	72%
富力	2777 HK	11	-38%	104	-6%	150	8%	69%
中骏	1966 HK	8	-32%	90	13%	120	18%	75%
合景泰富	1813 HK	9	-25%	86	10%	124	20%	69%
时代中国	1233 HK	9	-19%	76	7%	110	10%	69%
平均值			-21%		5%		12%	74%

资料来源: 克尔瑞, 招银国际证券

图 3: 重点房企 10 月销售缩小同比跌幅



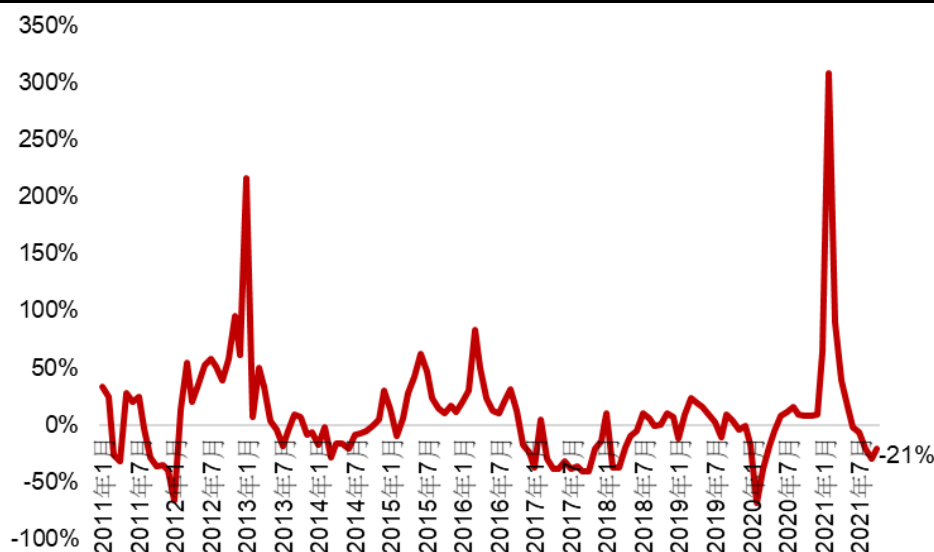
资料来源: 公司公告, 招银国际证券

图 4: 房产税出台以来二手房交易量不增反减

	二手房交易量 (套数)								
	杭州	南京	青岛	苏州	厦门	无锡	东莞	佛山	总套数
10月23日至29日 (即房产税公告后)	60	264	142	180	136	77	44	76	978
2008年至今日均销售套数	134	242	119	146	118	100	96	184	1,139
变化%	-55%	9%	19%	23%	15%	-23%	-54%	-59%	-14%

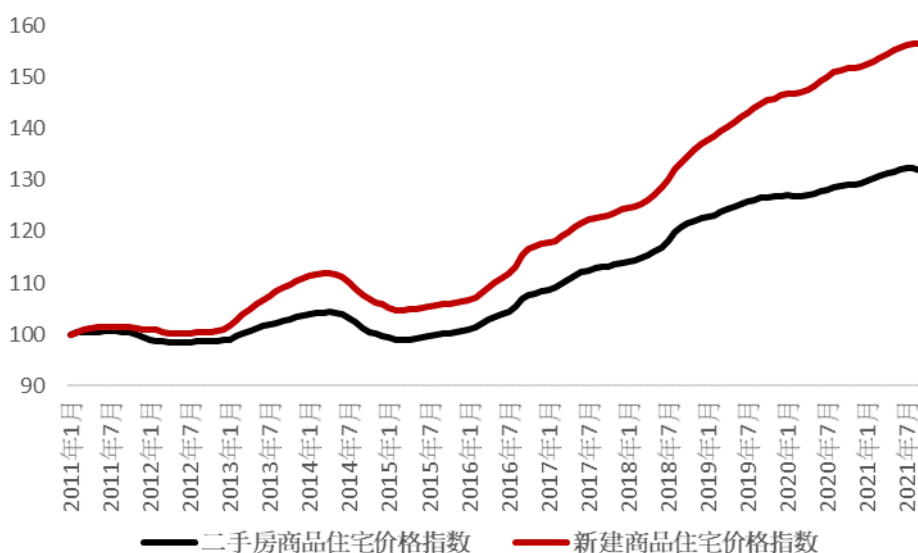
资料来源: 国家统计局, 招银国际证券

图 5: 30 城商品房交易套数 10 月同比回暖



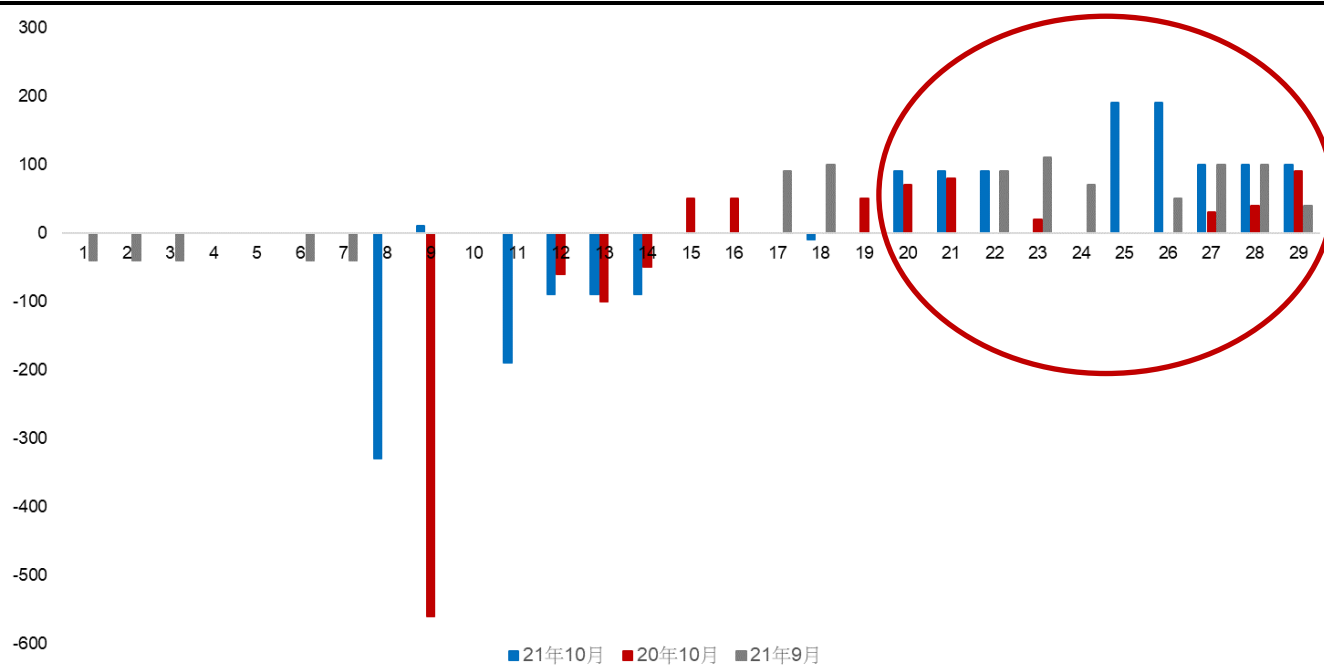
资料来源：国家统计局，招银国际证券

图 6: 70 城新房价格指数及二手房价格指数增幅差额逐渐扩大



资料来源：国家统计局，招银国际证券

图 7: 央行于 20 日开始加大净注入量



资料来源：彭博终端，招银国际证券

注：刘鹤于 21 年 10 月 20 日发言称“房地产合理的资金需求正在得到满足，健康发展的整体态势不会改变”。

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的分析员，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。

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

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个月的潜在涨幅在-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	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

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3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(“招银国际证券”)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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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。本公司可发布其公司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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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)属金融服务令第四9(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。