

中国房地产

2018 年是一个整固期

- ❖ **预期 2017 年销售增长 9.6%。**根据国家统计局数据，2017 年首 11 月的全国房屋销售金额及面积分别增加 12.7%至 11.55 万亿元(人民币·下同)及 7.9%至 14.66 亿平方米，增长放缓主要受一系列的针对房地产市场宏观调控措施影响，但我们相信影响最深的是银行收紧房贷政策，最近我们发现在北京及上海再将首套房的房贷利率调高，所以近来的房屋销售增长可能进一步放缓，我们预期 2017 全年的房屋销售金额及面积分别增加 9.6%至 12.89 万亿元及 6.8%至 16.80 亿平方米。
- ❖ **最大三家发展商的 2017 年销售金额皆超越 5,000 亿元。**强者愈强，根据克而瑞的统计，碧桂园(2007 HK, 持有)、万科(2202 HK, 买入)和恒大(3333 HK, 未评级) 2017 年销售金额分别为 5,550 亿元、5,239 亿元和 5,132 亿元。三大巨头合计的市场份额由 2016 年的 8.9%上升至我们估计的 2017 年的 12.3%，预期市场整合将持续下去，三大巨头的 2018 年市场份额料继续上升。
- ❖ **去库存是一个好讯号。**因为 2017 年销售增加、房地产投资及新开工比较审慎，房地产库存自 2017 年 3 月起已连续 9 个月录得下跌。至 11 月末，商品房待售面积同比下跌 13.7%至 5.96 亿平方米，相等 4.5 个月的存销比，我们预期存销比将由 2016 年末的 5.3 个月降至 2017 年末的 4.2 个月，即回复至 2013 年水平。
- ❖ **长租公寓将是 2018 年的亮点。**中国政府鼓励发展出租公寓，例如推出专为发展出租公寓的土地及多种融资渠道，部份房地产公司包括碧桂园、万科、龙湖(960 HK, 持有)及旭辉(884 HK, 未评级)等都乐于参与，不过，我们相信长租公寓的回报并未能吸引发展商长期大力发展长租公寓业务。此外，市场也关心物业税的推行，但我们相信物业税并不会在 2018 年全国实施。
- ❖ **在预期 2018 年房屋销售下跌 10%下，内房股估值较高。**我们认为中国政府不会在 2018 年取消针对房地产市场的宏观调控措施，因而预期 2018 年房屋销售金额及面积分别减少 10%及 8%。近数天内房股的股价上升令内房股估值偏高，在我们覆盖的内房股，其平均的 2018 年市盈率为 8.0 倍，平均的股份与资产净值折让为 28.8%，我们相信整体的估值较高，首选股份分别为华润置地(1109 HK, 买入)、中海宏洋(81 HK, 买入)及雅居乐(3383 HK, 买入)。

估值表

公司	代码	收市价 (港元)	目标价 (港元)	评级	市值 (百万港元)	16A	17E	18E	每股资产 (港元)	折让
华润置地	1109	23.8	32.45	买入	164,956	8.5	8.2	7.4	46.35	48.7%
中国海外	688	27.2	28.64	买入	298,009	7.5	9.5	8.9	39.11	30.4%
中海宏洋	81	4.61	6.8	买入	15,782	11.7	5.4	6.8	11.25	59.0%
万科	2202	34.5	30.53	买入	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%
碧桂园	2007	15.52	12.15	持有	330,264	25.3	14.0	11.3	15.19	-2.2%
雅居乐	3383	12.4	16.21	买入	48,571	17.9	9.2	7.7	27.02	54.1%
合景泰富	1813	10.52	10.92	买入	33,192	7.8	7.3	6.2	21.84	51.8%
龙湖	960	22	18.4	持有	129,964	11.9	11.2	10.3	21.11	-4.2%
禹洲地产	1628	4.41	5.48	买入	18,456	8.0	5.5	4.7	9.14	51.8%
龙光地产	3380	8.4	8.44	买入	46,277	8.7	10.4	7.4	9.75	13.7%
平均						12.1	9.1	8.0		28.8%

资料来源：公司及招银国际研究预测

招银国际研究部

落后大市

文千森, CFA

电话：(852) 3900 0853

邮件：samsonman@cmbi.com.hk

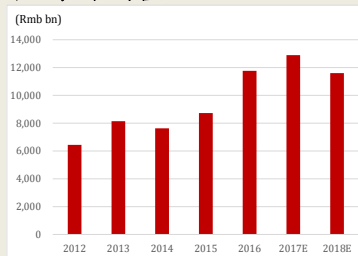
黄程宇

电话：(852) 3761 8773

邮件：huangchengyu@cmbi.com.hk

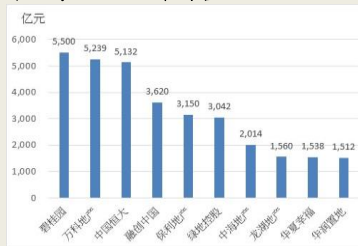
中国房地产行业

中国房地产销售金额



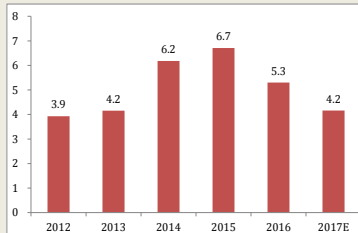
资料来源：国家统计局

十大房企 2017 年销售金额



资料来源：克而瑞

存销比



资料来源：国家统计局、招银国际研究预测

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

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，请与我们联络。

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。