

## 中國房地產

### 上半年銷售增長放緩

招銀國際研究部

#### 同步大市

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: [huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

- ❖ **上半年銷售放緩至 21.5%**。在一系列調控措施影響下，國內房地產銷售在 2017 上半年開始放緩。2017 年 1-6 月份，全國商品房銷售額為 59,152 億元人民幣，同比增長 21.5%，較 2016 年全年的 34.8% 增長明顯放緩。除了對購房資格的限制外，我們相信不斷收緊的房貸政策同樣對銷售造成不利影響。三四線城市住宅平均售價明顯低於較一二線城市，使得在三四線城市購房可以不需要房貸，而直接通過現金或分期支付全款。
- ❖ **銷售增長加速放緩**。2016 年全國商品房銷售額達 11.76 萬億元，創下歷史紀錄。一般而言，下半年往往是房地產銷售的旺季。但在房地產調控措施以及去年高基數的背景下，2017 年上半年銷售額同比下滑了 14.2% (1H16: -8.2%)。我們相信銷售放緩的趨勢仍將持續。
- ❖ **房價面臨壓力**。統計局數據顯示，一二線城市房價在 6 月份繼續受壓。如圖 1 所示，6 月份 15 個一線和熱點二線城市房價的同比增速較 5 月份時均有所放緩。其中 9 個城市錄得環比持平或下滑，其餘 6 個城市的環比增長均不超過 0.5%。一方面，這 15 個城市房地產投資需求依然旺盛。但另一方面，若開發商大幅提高售價，政府將不會批出預售許可，因此房價升幅將受到一定限制。
- ❖ **去庫存仍在繼續**。房地產庫存在 2016 年 12 月至 2017 年 2 月錄得增加後，已經連續 4 個月減少 (2017 年 4 月-6 月)。6 月末，商品房待售面積 6.45 億平方米，比 5 月末減少 1,441 萬平方米。此外，6 月份存銷比為 5.2 個月，是自 2014 年以來最低點。儘管銷售增長基本符合預期，但開發商們對投資開發仍然謹慎。2017 年 1-6 月全國房地產開發投資 50,610 億元人民幣，同比增長 8.5%，增速比 1-5 月份回落 0.3 個百分點。
- ❖ **房地產三巨頭將再次刷新紀錄**。強者愈強，三大開發商在 2017 年上半年銷售均超過 2,400 億元人民幣。碧桂園 (2007 HK, 持有)、萬科 (2202 HK, 買入) 和恒大 (3333 HK, 未評級) 2017 上半年銷售分別為 2,890 億、2,770 億和 2,440 億元人民幣，同比分別增長 131%、46% 和 72%。按目前形勢看，三巨頭將在 2017 年再次刷新銷售紀錄。總體而言，快速上漲的股價已經使得內房股的估值大幅上升，因此股價繼續上漲空間將不會很大。

#### 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	24.35	32.45	買入	168,768	8.7	8.4	7.6	46.35	47.5%
中國海外	688	25.65	27.37	買入	281,027	7.1	8.9	8.3	39.11	34.4%
中海宏洋	81	4.41	7.0	買入	10,065	11.2	6.4	5.9	14.01	68.5%
萬科	2202	23.2	23.31	買入	314,576	10.6	8.7	8.2	33.00	29.7%
世茂	813	13.96	12.48	持有	47,283	8.1	6.2	5.6	17.83	21.7%
碧桂園	2007	9.09	6.95	持有	193,986	15.2	11.8	9.5	9.93	8.5%
雅居樂	3383	8.04	7.98	買入	31,493	11.9	8.2	6.8	19.94	59.7%
合景泰富	1813	5.48	7.68	買入	16,735	4.2	4.1	3.5	15.36	64.3%
龍湖	960	18.12	14.78	持有	106,573	10.0	9.4	8.7	21.11	14.2%
禹洲地產	1628	4.39	3.6	持有	16,834	7.2	6.0	5.2	7.20	39.0%
龍光地產	3380	6.4	5.9	買入	34,957	6.7	8.0	5.8	9.75	34.8%
平均						9.2	7.8	6.8		38.4%

資料來源：公司及招銀國際研究

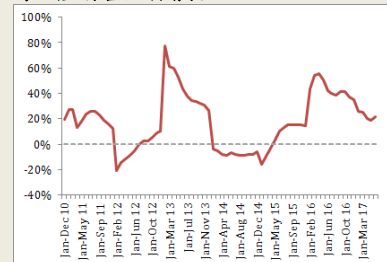
#### 中國房地產行業

##### 中國房地產銷售金額



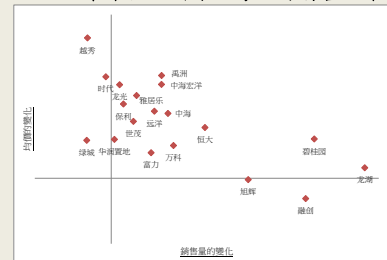
資料來源：國家統計局

##### 房地產銷售金額增長



資料來源：國家統計局

##### 2017 上半年招銀國際內房公司銷售矩陣



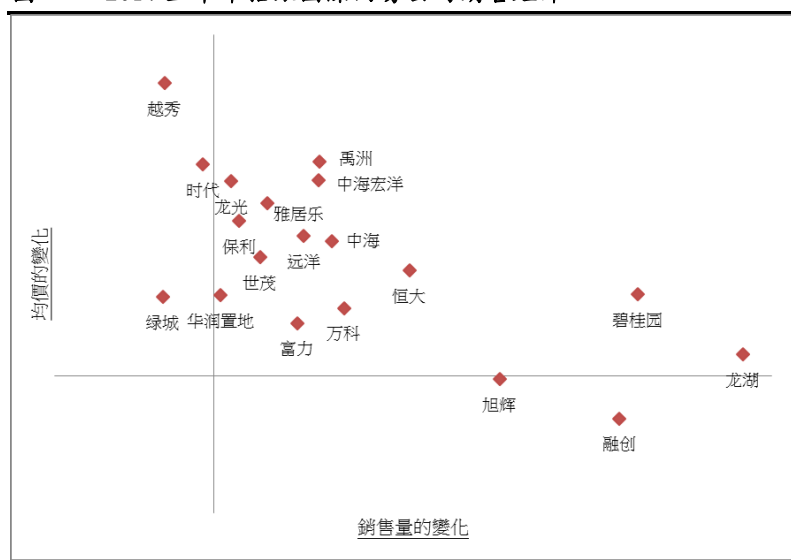
資料來源：公司、招銀國際研究

圖一：15個一線和熱點二線城市新建商品住宅價格變動對比表

城市	新建商品住宅價格同比指數		新建商品住宅價格环比指數	
	6月	5月	6月	5月
北京	111.5	114.6	99.6	100.0
天津	112.9	115.5	100.0	100.1
上海	110.0	112.9	99.8	100.0
南京	113.6	118.2	100.0	99.8
無錫	122.9	126.5	99.7	100.2
杭州	114.6	116.3	100.2	99.7
合肥	115.4	120.9	100.1	99.8
福州	114.1	115.6	99.9	100.0
廈門	114.7	119.5	100.4	100.3
濟南	115.9	116.7	100.2	100.5
鄭州	120.2	122.1	100.0	99.9
武漢	114.9	116.8	100.3	100.2
廣州	117.9	119.5	100.5	100.9
深圳	102.7	105.5	100.0	99.4
成都	102.1	102.9	99.8	99.9

來源：國家統計局

圖二：2017上半年招銀國際內房公司銷售矩陣



來源：公司、招銀國際

## 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

### 招銀國際證券有限公司

地址：香港中環夏愨道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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 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。