

中国房地产

市场情绪自9月开始转淡

- ❖ **1-9月商品房销售增长13.3%**。此前许多开发商对9月和10月的销售抱有很大期望，但事实情况并不理想。根据国家统计局的数据，9月份房地产销售额同比增长6.7%至1,474亿元(人民币,下同)，但销售面积同比下降3.6%至1.68亿平。我们认为受持续收紧的房地产政策影响，市场情绪自9月开始转淡。另一方面，中美贸易战也引发了投资者对经济前景的担忧。事实上，我们在10月的调研发现，销售中心的访客人数已经有所下降。
- ❖ **9月房地产价格企稳**。今年前9个月，合约销售均价上涨10.2%至8,728元/平。国家统计局的数据显示，自2018年9月以来，房价上涨趋势已经放缓。从环比看，4个一线城市新建商品住宅销售价格由上月上涨0.3%转为下降0.1%，其中上海和深圳分别下降0.1%和0.2%，北京持平、广州上涨0.4%；31个二线城市新建商品住宅价格上涨1.1%，涨幅比上月回落0.2个百分点。35个三线城市新建商品住宅价格上涨0.9%，涨幅比上月回落1.1个百分点。9月有新闻称，部分业主在开发商宣布降价清库存后出现抵触情绪。碧桂园也承认，从9月1日到10月7日，有253个项目降价10%左右，占前8个月可售资源的5%左右。
- ❖ **压力初显**。我们对中国房地产市场非常谨慎。在此之前，我们预计2018年销售额和销售面积将分别下滑10%和8%。市场在度过前8个月平稳增长后，我们认为房地产市场从9月份开始，压力慢慢显现。我们根据最新数据调整房地产销售预测，并估计销售额将增长7.2%至14,339亿元，但销售面积将下滑0.8%至16.80亿平。除非房地产政策在2019年放松，否则我们预计开发商将在2019年面临困境。
- ❖ **库存压力缓解**。一方面，今年前9个月，新开工面积继续增长16.4%至15.3亿平。另一方面，在建的总建筑面积增长3.9%至76.7亿平。截至2018年9月，已完成的待售物业连续19个月下降，至5.32亿平。与月度物业销售相比，2018年9月消化周期降至4.0个月，这是自2012年以来的最低水平。
- ❖ **部分开发商，特别是小开发商，可能难以实现销售目标**。销售工作将在四季度变得更具挑战。截至2018年9月，一些小型开发商仅实现了不到全年销售目标的70%。禹洲地产(1628 HK, 买入)仅完成56%的销售目标，雅居乐(3383 HK, 买入)和中骏置业(1966 HK, 买入)的目标达成率分别为64%和67%。这些公司需要加快销售进度，才能完成全年销售目标。展望未来，我们相信房地产市场将强者愈强，领先的开发商将获得更大的市场份额。

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)	市盈率 17A	18E	19E	每股资产净值 (港元)	折让
华润置地	1109	27.25	32.93	买入	188,868	8.4	7.0	6.8	47.04	42.1%
中国海外	688	24.30	29.08	买入	266,236	6.5	6.0	5.7	45.05	46.1%
中海宏洋	81	2.47	4.57	买入	8,456	4.4	3.7	2.9	11.43	78.4%
世茂	813	15.88	20.58	持有	52,462	6.0	4.8	4.1	29.40	46.0%
碧桂园	2007	8.35	18.55	买入	180,920	6.0	4.4	3.7	33.72	75.2%
雅居乐	3383	8.90	18.04	买入	34,862	5.0	3.8	3.1	32.80	72.9%
合景泰富	1813	5.70	12.09	买入	18,084	4.3	3.1	3.1	20.15	71.7%
龙湖	960	17.40	21.68	持有	103,193	7.1	5.6	5.6	30.97	43.8%
禹洲地产	1628	2.79	5.60	买入	12,975	3.4	2.6	2.1	9.33	70.1%
中骏置业	1966	2.73	4.73	买入	10,439	3.0	2.7	2.5	7.89	65.4%
龙光地产	3380	7.64	12.16	买入	42,038	5.7	4.8	3.8	20.26	62.3%
时代中国	3381	6.73	9.04	买入	12,342	2.9	2.5	1.9	18.04	62.7%
平均						5.7	4.6	4.1		60.3%

资料来源：彭博、招银国际研究

招银国际研究部

同步大市(维持)

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

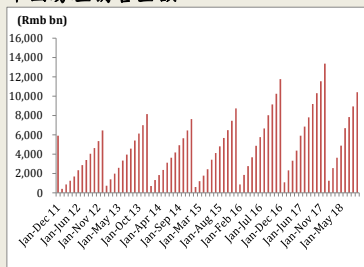
黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

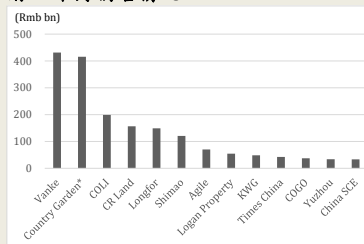
中国房地产行业

中国房屋销售金额



资料来源：国家统计局、招银国际研究

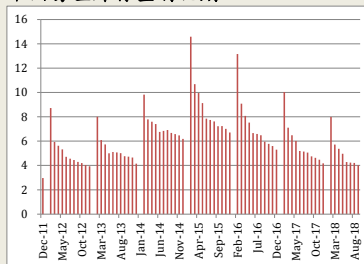
前9个月销售情况



资料来源：公司、招银国际研究

*权益金额

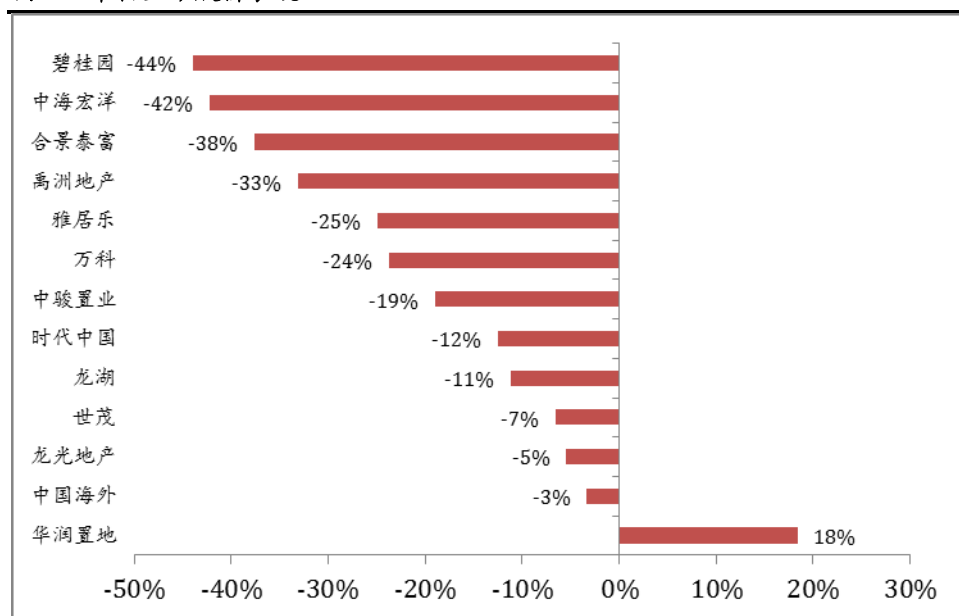
中国房屋库存量消化期



资料来源：国家统计局、招银国际研究

- ❖ **跟随恒生指数下跌。**除美国股市外，2018 年全球股市持续低迷。恒生指数年初至今已经下跌了 12.7%。由于高 Beta 和不利的政府政策，内房股在 2018 年面临抛售压力。除华润置地（1109 HK，买入）外，我们所覆盖的内房股表现不佳。但是，我们认为它们目前的估值具有吸引力，平均交易价格为 4.6 倍 18E PE 或 4.1 倍 19E PE。我们相信这些公司已经锁定 70% 的 2019 年收入。
- ❖ **人民币汇率是风险，但我们更喜欢大盘股。**人民币汇率进一步走弱至 6.93。由于中美贸易战，我们担心人民币汇率将继续承压。然而，目前估值不高（平均 63% 的资产净值折让）将提供足够的下行保护。总体而言，我们更倾向于大型地产股，如华润置地，碧桂园和中国海外发展（688 HK，买入）。

图 1：年初至今股价表现



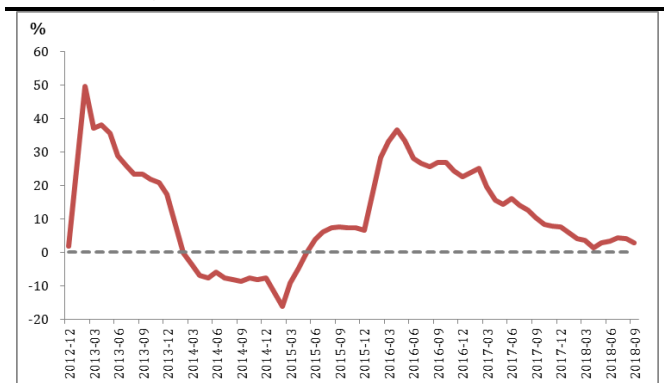
资料来源：彭博

图 2：销售目标完成情况

公司	代码	9M18 (人民币 亿)	18年目标 (人民币 亿)	完成率
华润置地	1109	1,564	1,830	85%
中国海外	688	2,264(HKD)	2,900(HKD)	78%
中海宏洋	81	42.3(HKD)	n.a.	n.a.
世茂	813	1,208	1,400	86%
碧桂园	2007	4,156	n.a.	n.a.
雅居乐	3383	702	1,100	64%
合景泰富	1813	486	650	75%
龙湖	960	1,491	2,000	75%
禹洲地产	1628	339	600	56%
中骏置业	1966	335	500	67%
龙光地产	3380	549	700	78%
时代中国	3381	423	550	77%

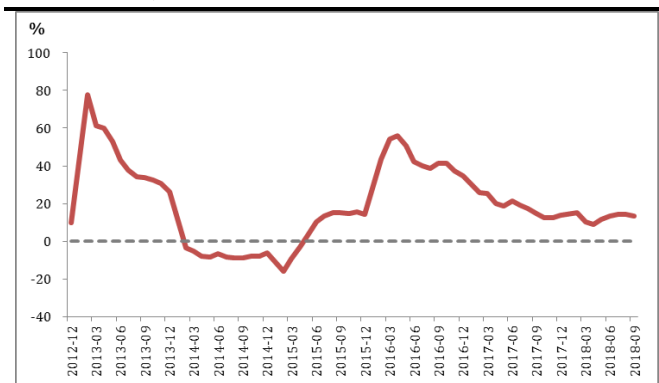
资料来源：公司、招银国际研究

图 3：商品房销售面积 YOY



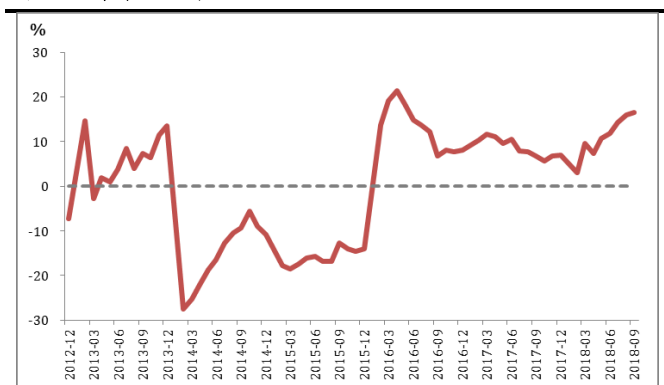
资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 4：商品房销售额 YOY



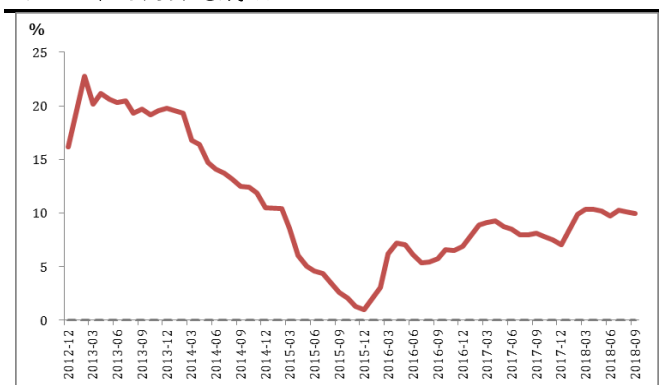
资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 5：新开工面积 YOY



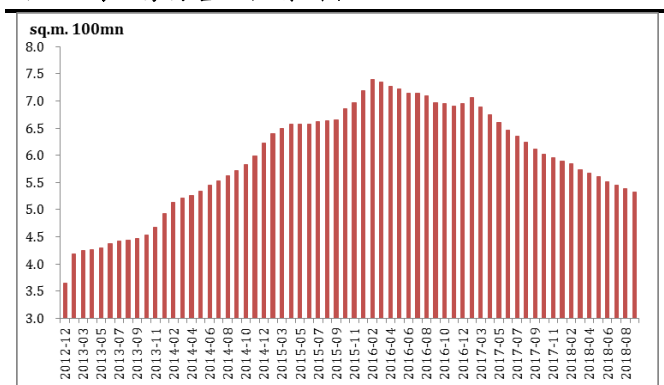
资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 6：开发投资完成额 YOY



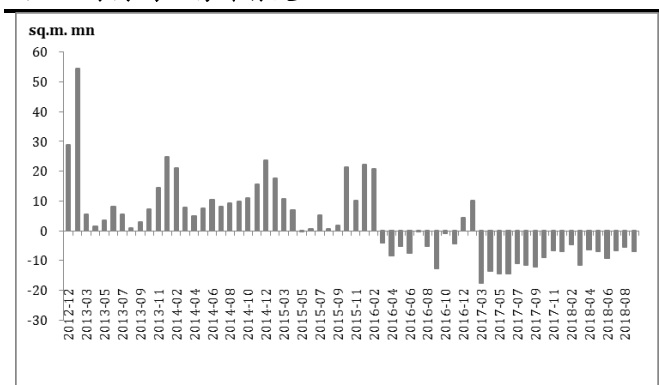
资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 7：商品房待售面积:累计值



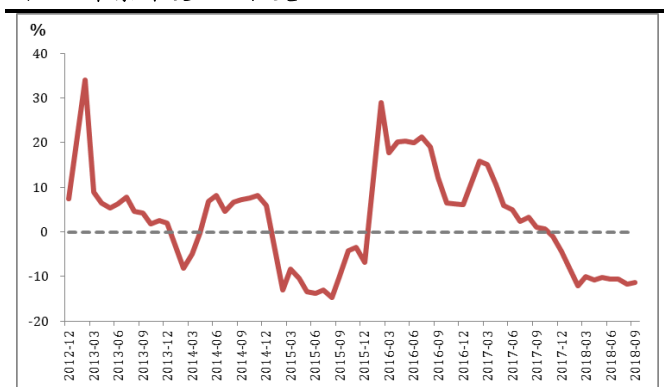
资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 8：每月商品房库存变化



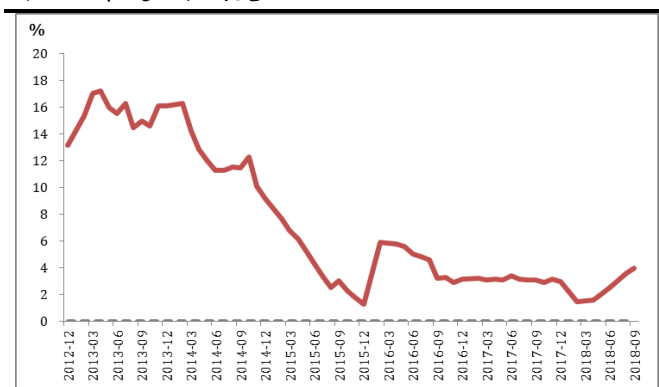
资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 9：年累计竣工面积变化



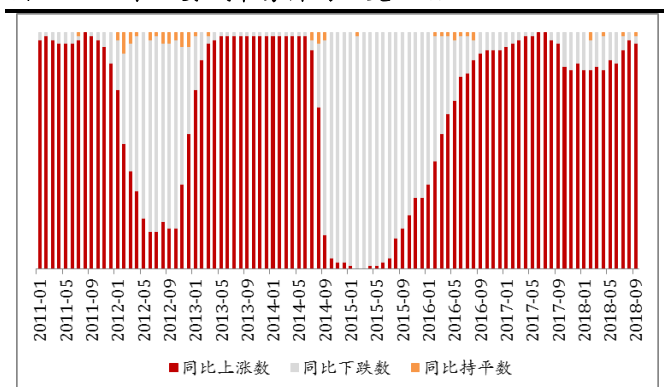
资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 10：在建面积的变化



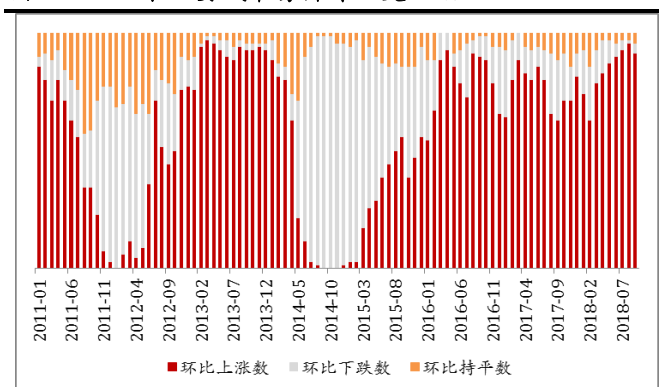
资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 9：70 个主要城市房价同比变化数



资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 10：70 个主要城市房价环比变化数



资料来源：国家统计局、招银国际研究

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

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作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)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。