

中国房地产

市场对贷款上限反应过度后；良好买入时机

优于大市（维持）

我们认为股价回调提供了一个很好的买入点，主要是市场过度担心 **1) 政策进一步紧缩**？最新央行公布的房地产贷款上限实际上好于市场预期的 30%，且与“三红线”一致，因此影响有限。此外，房地产政策已变得中性，更多城市放松户籍政策以提供支持。**2) 房地产需求下降**？我们认为 2021 年房地产销售将保持弹性（建筑面积和销售额将分别同比增长 2% 和 8%），由于 2020 年的财富效应和高储蓄率。我们预计 2021 年，主要开发商销售额将同比增长 11%，且销售毛利率会稳步高。目前估值处于历史低位（4.8 倍 2021 年预测市盈率，股息收益率为 6.5%）。**行业首选**：华润置地（1109 HK），世茂（813 HK）和合景泰富（1813 HK）。**催化剂**：第一季度销售好于预期，政策稳定。

- **贷款上限对房地产融资影响有限**：我们认为地产股价格过度回调。这是因为：**1)** 与房地产相关的贷款门槛实际上是现有（混合）总额的 30.3%，高于 2018 年市场预期的 30%。**2)** 截至 2020 上半年，房地产和抵押贷款的总份额分别为 28.7% 和 19.6%，这意味着与上限 30.3% 和 23% 相比，仍有增长空间。**3)** 在“三条红线”政策下，整体房地产贷款增速将被限制在 <10%，比我们预测的 2021 年人民币贷款增速 11% 要低。这意味着房地产贷款份额不太可能上升。**4)** 离岸渠道将为人民币升值和相对吸引的融资利率提供一定缓冲（例如，世茂于 1 月 4 日发行了 10 年期债券，利率为 3.45%）。
- **房地产政策转为中性**：继 12 月政治局会议采取中性态度（以确保房地产市场健康）之后，2020 年第四季度，一些地区已放宽其户籍政策，以吸引更多人才，例如山东省、无锡、苏州、福州、重庆和广州。
- **2021 年主要开发商销售收入有望同比增长 10%，同时实现毛利率复苏**：借助财富效应和高储蓄率，我们预计 2021 年房地产销售的建筑面积和价值将分别同比增长 2% 和 8%。主要开发商的销售增长可能会由于“三红线”政策（销售增长通常与贷款增长保持一致）而由 2020 年的 15% 降至 2021 年的 10%。但是，根据我们的模型，由于销售价格提高和土地市场降温，2021 年毛利率将恢复。这意味着 2021 年利润将实现两位数增长，可能好于 2020 年。在我们的覆盖范围内，合景泰富/世茂可能会脱颖而出，并在 2021 年实现 20%/15% 的销售增长。
- **租金收入将随消费复苏回升**：由于 2021 年是 2020 年疫情和高储蓄率之后的消费年，我们认为这将有利于购物中心加快租金收入增长。华润置地和龙湖（960 HK）是两个主要的购物中心运营者。根据月度数据，两家公司的租金收入均出现了大幅回升。2021 年，两家开发商都会新建 10 个购物中心，因此我们预计，到 2022 年，租金收入将对总毛利水平做出 15-20% 的较高贡献，从而支持估值上扬。

中国房地产行业

曾展

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

李博文

(852) 3657 6239
bowenli@cmbi.com.hk

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。

披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際证券投资评级

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	: 招銀國際證券并未给予投资评级

招銀國際证券行业投资评级

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

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

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。招銀國際證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。招銀國際證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銀國際證券编写，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責任。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。招銀國際證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責任。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，未经招銀國際證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

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有关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士。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撰写的报告。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責任。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。