

中國房地產

2019上半年面對困境

- ❖ **三大發展商再擴大市佔率。**根據克而瑞(CRIC)的統計，包括碧桂園(2007 HK, 買入)、萬科(2202 HK, 買入)及恆大(3333 HK, 未評級)的中國三大房地產商在 2018 年的合同銷售金額估計分別為 7,287 億元(人民幣·下同)、6,069 億元及 5,511 億元，分別較 2017 年上升 32.5%、15.8%及 7.4%。此外，中國開發商年銷售達千億元的數量由 2017 年的 16 家增至 2018 年的 30 家，我們發覺市場整合的情況在 2018 年加劇，三大開發商的市場份額由 2015 年的 7.7%增至 2018 年的 12.6%，我們相信市場整合在未來將會持續，小型開發商有機會逐漸淡出。
- ❖ **2018 年的政策放寬效果有限。**市場氣氛在 2018 年 9 月開始變得悲觀，我們見到個別的地方政府放寬其房屋政策。例如山東的荷澤市在 12 月 18 日宣佈將限售令取消，但我們相信這些放寬措施與中央政府的意願違背，我們估計在 2019 上半年不會有大規模放寬，但隨着 2019 年中國經濟增長放慢，我們預期中國的房屋政策在 2019 年下半年有可能放寬。
- ❖ **物業貸款增長放慢及房貸利率有機會在 2019 年第四季見頂。**房地產相關貸款的增長自 2017 年起開始放慢(主要因房貸的慢增長抵消了發展商貸款的快速增長)，不過，行業於截至 2018 年 9 月的整體貸款增長(20.4%)仍較同期的系統貸款增長(12.7%)為快；而且，於 2018 年第三季，房地產行業貸款佔比達 29.5%。因為中國人民銀行寬鬆貨幣政策、銀行下降風險胃納及宏觀經濟慢下來，平均借貸利率在 2018 年第三季橫比下跌 3 個基點至 5.94%。當未來物業銷售疲弱，銀行有可能會下降借貸利率以刺激需求，我們估計房貸利率會在 2018 年第四季下跌。
- ❖ **料於 2019 年下半年反彈。**我們預計中國房地產市場整合將在未來六個月持續。然而，中國政府料在 2019 年下半年開始放寬緊縮措施，以刺激經濟增長。我們預測中國房地產市場合同銷售金額在 2018 年上升 9.7%至 14.7 萬億元，但於 2019 年下降 12.0%至 12.9 萬億元。
- ❖ **股價缺乏催化劑。**我們認為中國房地產股估值偏低，現時估值為 4.7 倍 19E PE 或每股資產淨值折讓 54.8%。此外，2019 年的股息收益率估計為 8.0%。但我們相信中國房地產市場在未來六個月將繼續面臨挑戰，行業短期內未見任何催化劑。

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 淨值(港元)	折讓
						17A	18E	19E		
华润置地	1109	28.25	32.93	買入	195,799	8.7	7.2	7.0	47.04	39.9%
中國海外	688	25.4	29.08	買入	278,288	6.8	6.3	6.0	45.05	43.6%
中海宏洋	81	2.48	4.57	買入	8,490	4.5	3.7	2.9	11.43	78.3%
万科	2202	25.55	37.34	買入	299,303	8.8	7.4	6.5	46.68	45.3%
世茂	813	19.44	20.58	持有	64,181	7.4	5.8	5.0	29.40	33.9%
碧桂園	2007	8.95	18.55	買入	193,723	6.4	4.7	4.0	33.72	73.5%
雅居樂	3383	8.82	15.07	買入	34,548	5.0	3.8	3.4	27.40	67.8%
合景泰富	1813	6.71	12.52	買入	21,298	5.1	3.6	3.6	20.15	66.7%
龙湖	960	22.4	21.68	持有	133,020	9.1	7.2	7.3	30.97	27.7%
禹洲地產	1628	3.14	5.19	買入	15,073	3.8	3.1	2.9	8.65	63.7%
中駿置業	1966	2.78	4.73	買入	11,336	3.1	2.7	2.6	7.89	64.8%
龍光地產	3380	9.6	12.16	買入	52,468	7.2	6.1	4.7	20.26	52.8%
時代中國	3381	8.1	9.02	買入	14,891	3.5	3.0	2.3	18.04	55.0%
平均						6.3	5.1	4.7		54.8%

資料來源：彭博、招銀國際研究預測

招銀國際研究部

同步大市 (維持)

文幹森, CFA

電話：(852) 3900 0853

郵件：samsonman@cmbi.com.hk

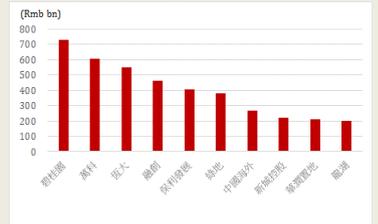
黃程宇

電話：(852) 3761 8773

郵件：huangchengyu@cmbi.com.hk

中國房地產行業

2018 十大房企銷售金額



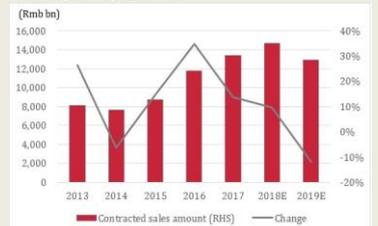
資料來源：克而瑞、招銀國際研究預測

平均房貸利率



資料來源：Rong360、招銀國際研究

中國房屋銷售金額



資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖一：中國 30 大開發商 2018 年合同銷售金額

排名	英文名稱	中文名稱	合同銷售金額(十億元人民幣)
1	Country Garden	碧桂園	728.7
2	China Vanke	萬科	606.9
3	Evergrande	恆大	551.1
4	Sunac	融創	460.0
5	Poly	保利發展	405.0
6	Greenland	綠地	381.2
7	COLI	中國海外	268.8
8	Future Land	新城控股	220.4
9	CR Land	華潤置地	210.6
10	Longfor	龍湖	200.7
11	Shimao	世茂	176.1
12	CM Shekou	招商蛇口	170.5
13	China Fortune Land	華夏幸福	168.0
14	Yango Group	陽光城	162.8
15	CIFI	旭輝	162.5
16	Gemdale	金地集團	162.4
17	Greentown China	綠城中國	156.4
18	Zhongnan Group	中南置地	152.1
19	Gunagzhou R&F	富力地產	141.5
20	Tahoe	泰禾集團	130.3
20	Zengro	正榮集團	130.3
22	Jinke	金科集團	129.1
23	Zhongliang	中梁控股	128.9
24	China Jinmao	中國金茂	128.0
25	Ronshine	融信集團	121.9
26	Sino-Ocean	遠洋集團	109.5
27	Languang Development	藍光發展	104.2
28	Shinsun Real Estate	祥生地產	102.9
29	Agile	雅居樂	102.6
30	Zhejiang Rongsheng	榮盛發展	100.5

資料來源：克而瑞、招銀國際研究

圖二：中國 30 大開發商 2018 年應佔權益合同銷售金額

排名	英文名稱	中文名稱	應佔權益合同銷售金額(十億元人民幣)
1	Evergrande	恆大	524.1
2	Country Garden	碧桂園	520.4
3	China Vanke	萬科	424.8
4	Greenland	綠地	343.1
5	Sunac	融創	326.2
6	Poly	保利發展	287.6
7	COLI	中國海外	251.2
8	CR Land	華潤置地	181.1
9	Future Land	新城控股	169.8
10	China Fortune Land	華夏幸福	161.0
11	Shimao	世茂	152.3
12	Longfor	龍湖	140.5
13	Gunagzhou R&F	富力地產	131.1
14	Yango Group	陽光城	125.1
15	CM Shekou	招商蛇口	124.1
16	Gemdale	金地集團	113.7
17	Tahoe	泰禾集團	109.5
18	Zhongnan Group	中南置地	106.5
19	Jinke	金科集團	105.9
20	Zhongliang	中梁控股	99.1
21	Zhejiang Rongsheng	榮盛集團	95.6
22	Languang Development	藍光發展	91.7
23	Logan	龍光	88.8
24	China Jinmao	中國金茂	88.3
25	Shinsun Real Estate	祥生地產	87.7
26	CIFI	旭輝集團	86.1
27	Zengro	正榮集團	83.4
28	Ronshine	融信集團	83.0
29	Agile	雅居樂	80.9
30	Sinic Real Estate	新力地產	79.6

資料來源：克而瑞、招銀國際研究

圖三：中國 30 大開發商 2018 年合同銷售面積

排名	英文名稱	中文名稱	合同銷售面積(百萬平方米)
1	Country Garden	碧桂園	773.1
2	Evergrande	恆大	52.40
3	China Vanke	萬科	40.16
4	Greenland	綠地	35.75
5	Sunac	融創	30.20
6	Poly	保利發展	27.15
7	Future Land	新城控股	17.91
8	COLI	中國海外	16.31
9	China Fortune Land	華夏幸福	15.39
10	Jinke	金科集團	14.99
11	Zhongliang	中梁控股	12.97
12	Longfor	龍湖	12.46
13	Yango Group	陽光城	12.39
14	CR Land	華潤置地	12.06
15	Zhongnan Group	中南置地	11.58
16	Gunagzhou R&F	富力地產	10.94
17	Central China	建業	10.67
18	Shimao	世茂	10.66
19	CIFI	旭輝	10.29
20	Languang Development	藍光發展	10.26
21	Zhejiang Rongsheng	榮盛集團	9.93
22	Zengro	正榮集團	9.07
23	Gemdale	金地集團	8.66
24	China Aoyuan	奧園集團	8.19
25	CM Shekou	招商蛇口	8.15
26	Greentown China	綠城中國	8.14
27	Midea Real Estate	美的置業	8.01
28	Agile	雅居樂	7.96
29	Shinsun Real Estate	祥生地產	7.44
30	Jiayuan	佳源集團	6.40

資料來源：克而瑞、招銀國際研究

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

行業投資評級

優于大市	: 行業股價于未來 12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來 12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 樓

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責任。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 年證券交易法規則 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。