

中国房地产(同步大市) — 只有金九，没有银十

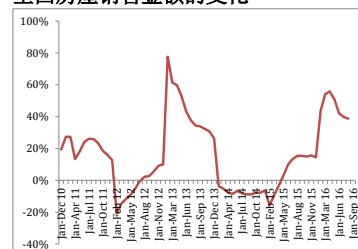
- ❖ **10月首周推出一连串调控措施。**中国房地产市场在2016年蓬勃地发展，年初至今，房价快速地上升。我们相信宽松的房贷政策刺激房地产市场膨胀，中国政府担忧房地产市场风险会危害银行业，自2016年8月起，针对房地产市场的宏观调控措施出台，并在2016年10月加强，多个城市对购房实行更严厉的控制，我们害怕中国房地产市场将面对逆境，在2016年余下的日子，我们相信中国房地产市场的增长将会放慢。
- ❖ **楼价面对下行风险。**不论是同比或横比，大部份的中国主要城市房价都上升。根据国家统计局的数据，中国70个主要城市中，在2016年8月，分别有62个及64个录得按年及按月上升，在二线城市(例如合肥及厦门)的房价升幅较一线城市为高。根据国家统计局的数据，我们计算中2016年1-8月份的全国合同销售平均房价上升10.5%至每平方米7,618元人民币，但我们相信在实行调控后，房价的增长在2016年第4季会放缓，在2017年甚至可能下跌。
- ❖ **很多上市房地产商减杠杆。**受益于强劲的房屋销售，很多的房地产商在2016年上半年减低借贷比率，与一年前相比，雅居乐(3383 HK, 持有)及旭辉(884 HK, 未评级)于2016年6月的净负债比率分别下降21个百分点至51%及15个百分点至57%，但富力地产(2777 HK, 未评级)同期的净负债比率却上升35个百分点至154%，这正反映公司管理层对市场前景的风险胃纳不同。如果中国房地产市场未来表现反复，我们相信净负债比率低于60%的房地产商会有较高的安全网。
- ❖ **首选为财政健康的房地产公司。**我们相信中国的房地产市场在2017年非常不平坦，如果房屋销售下跌，房地产商将面对财政困难，我们相信只有财政健康及具财政纪律的房地产商才可生存下来。在我们覆盖的公司中，我们预测中国海外(688 HK, 买入)、华润置地(1109, 买入)及万科(2202 HK, 买入)在2016年末的净负债比率分别为22.0%、26.2%及10.9%，这三家公司是我们在房地产行业的首选。

文干森, CFA

samsonman@cmbi.com.hk

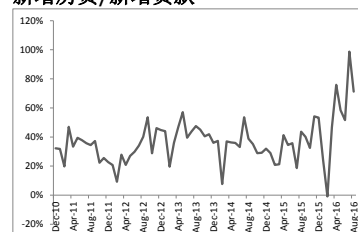
(852)-3900-0853

全国房屋销售金额的变化



来源: 国家统计局

新增房贷/新增贷款



来源: 国家统计局、招银国际研究

全国房屋投资变化



来源: 国家统计局

估值表

		收市价	目标价		市值	市盈率				每股资产
公司	代码	(港元)	(港元)	评级	(百万港元)	15A	16E	17E	折让	(港元)
华润置地	1109	20.2	30.58	买入	140,005	7.8	7.1	6.3	53.8%	43.69
中国海外	688	25.05	32.11	买入	274,453	6.9	6.3	6.3	29.8%	35.68
万科	2202	19.88	26.14	买入	321,045	10.4	8.5	7.7	39.2%	32.68
世茂	813	10.5	11.72	持有	36,042	5.1	4.6	4.1	37.3%	16.74
碧桂园	2007	4.00	4.85	买入	88,843	8.1	7.2	5.2	50.5%	8.08
雅居乐	3383	4.4	4.88	持有	17,235	10.6	6.1	4.9	72.9%	16.26
合景泰富	1813	4.83	6.86	买入	14,750	3.6	4.1	3.4	64.8%	13.72
龙湖	960	11.44	14.84	买入	66,819	6.4	6.5	5.5	53.7%	24.73
融创	1918	5.4	5.25	卖出	18,211	4.7	6.3	3.5	79.6%	26.24
平均						7.1	6.3	5.2	53.5%	

来源: 彭博、招银国际研究部

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。

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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风险。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。