

中國房地產

市場情緒自9月開始轉淡

招銀國際研究部

❖ **1-9月商品房銷售增長13.3%**。此前許多開發商對9月和10月的銷售抱有很大期望，但事實情況并不理想。根據國家統計局的數據，9月份房地產銷售額同比增長6.7%至1,474億元(人民幣,下同)，但銷售面積同比下降3.6%至1.68億平。我們認為受持續收緊的房地產政策影響，市場情緒自9月開始轉淡。另一方面，中美貿易戰也引發了投資者對經濟前景的擔憂。事實上，我們在10月的調研發現，銷售中心的訪客人數已經有所下降。

❖ **9月房地產價格企穩**。今年前9個月，合約銷售均價上漲10.2%至8,728元/平。國家統計局的數據顯示，自2018年9月以來，房價上漲趨勢已經放緩。從環比看，4個一線城市新建商品住宅銷售價格由上月上漲0.3%轉為下降0.1%，其中上海和深圳分別下降0.1%和0.2%、北京持平、廣州上漲0.4%；31個二線城市新建商品住宅上漲1.1%，漲幅比上月回落0.2個百分點。35個三線城市新建商品住宅上漲0.9%，漲幅比上月回落1.1個百分點。9月有新聞稱，部分業主在開發商宣布降價清庫存後出現抵觸情緒。碧桂園也承認，從9月1日到10月7日，有253個項目降價10%左右，占前8個月可售資源的5%左右。

❖ **壓力初顯**。我們對中國房地產市場非常謹慎。在此之前，我們預計2018年銷售額和銷售面積將分別下滑10%和8%。市場在度過前8個月平穩增長後，我們認為房地產市場從9月份開始，壓力慢慢顯現。我們根據最新數據調整房地產銷售預測，並估計銷售額將增長7.2%至14,339億元，但銷售面積將下滑0.8%至16.80億平。除非房地產政策在2019年放鬆，否則我們預計開發商將在2019年面臨困境。

❖ **庫存壓力緩解**。一方面，今年前9個月，新開工面積繼續增長16.4%至15.3億平。另一方面，在建的總建築面積增長3.9%至76.7億平。截至2018年9月，已完成的待售物業連續19個月下降，至5.32億平。與月度物業銷售相比，2018年9月消化周期降至4.0個月，這是自2012年以來的最低水平。

❖ **部分開發商，特別是小開發商，可能難以實現銷售目標**。銷售工作將在四季度變得更具挑戰。截至2018年9月，一些小型開發商僅實現了不到全年銷售目標的70%。禹洲地產(1628 HK, 買入)僅完成56%的銷售目標，雅居樂(3383 HK, 買入)和中駿置業(1966 HK, 買入)的目標達成率分別為64%和67%。這些公司需要加快銷售進度，才能完成全年銷售目標。展望未來，我們相信房地產市場將強者愈強，領先的開發商將獲得更大的市場份額。

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		
華潤置地	1109	27.25	32.93	買入	188,868	8.4	7.0	6.8	47.04	42.1%
中國海外	688	24.30	29.08	買入	266,236	6.5	6.0	5.7	45.05	46.1%
中海宏洋	81	2.47	4.57	買入	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%
碧桂園	2007	8.35	18.55	買入	180,920	6.0	4.4	3.7	33.72	75.2%
雅居樂	3383	8.90	18.04	買入	34,862	5.0	3.8	3.1	32.80	72.9%
合景泰富	1813	5.70	12.09	買入	18,084	4.3	3.1	3.1	20.15	71.7%
龍湖	960	17.40	21.68	持有	103,193	7.1	5.6	5.6	30.97	43.8%
禹洲地產	1628	2.79	5.60	買入	12,975	3.4	2.6	2.1	9.33	70.1%
中駿置業	1966	2.73	4.73	買入	10,439	3.0	2.7	2.5	7.89	65.4%
龍光地產	3380	7.64	12.16	買入	42,038	5.7	4.8	3.8	20.26	62.3%
時代中國	3381	6.73	9.04	買入	12,342	2.9	2.5	1.9	18.04	62.7%
平均						5.7	4.6	4.1		60.3%

資料來源：彭博、招銀國際研究

同步大市(維持)

文幹森, CFA

電話：(852) 3900 0853

郵件：samsonman@cmbi.com.hk

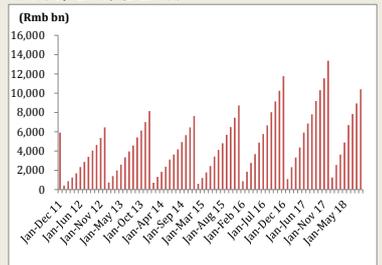
黃程宇

電話：(852) 3761 8773

郵件：huangchengyu@cmbi.com.hk

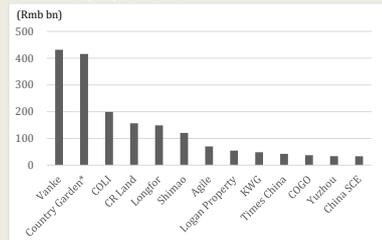
中國房地產行業

中國房屋銷售金額



資料來源：國家統計局、招銀國際研究

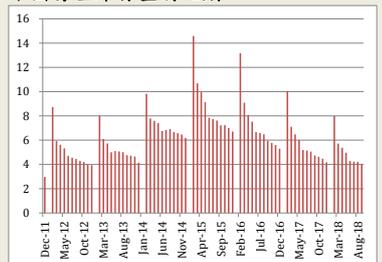
前9個月銷售情況



資料來源：公司、招銀國際研究

*權益金額

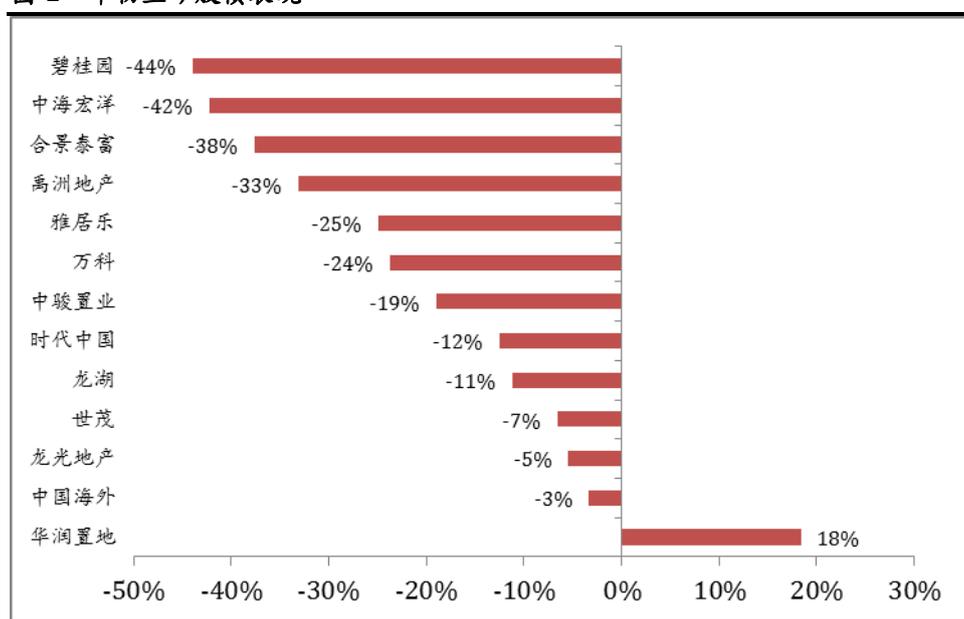
中國房屋庫存量消化期



資料來源：國家統計局、招銀國際研究

- ❖ **跟隨恒生指數下跌。**除美國股市外，2018年全球股市持續低迷。恒生指數年初至今已下跌了12.7%。由于高Beta和不利的政府政策，內房股在2018年面臨拋售壓力。除華潤置地（1109 HK，買入）外，我們所覆蓋的內房股表現不佳。但是，我們認為它們目前的估值具有吸引力，平均交易價格為4.6倍18E PE或4.1倍19E PE。我們相信這些公司已經鎖定70%的2019年收入。
- ❖ **人民幣匯率是風險，但我們更喜歡大盤股。**人民幣匯率進一步走弱至6.93。由于中美貿易戰，我們擔心人民幣匯率將繼續承壓。然而，目前估值不高（平均63%的資產淨值折讓）將提供足夠的下行保護。總體而言，我們更傾向于大型地產股，如華潤置地，碧桂園和中國海外發展（688 HK，買入）。

圖 1：年初至今股價表現



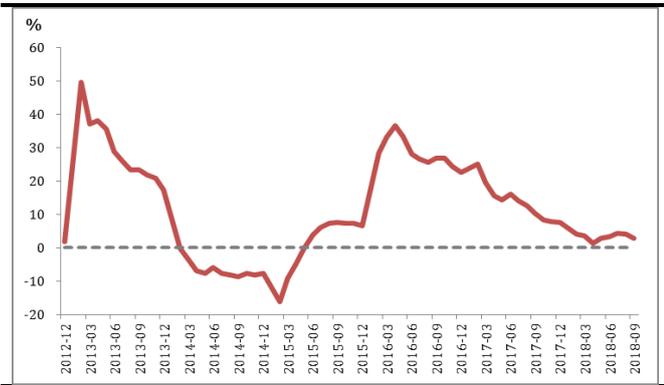
資料來源：彭博

圖 2：銷售目標完成情況

公司	代碼	9M18 (人民幣 億)	18年目標 (人民幣 億)	完成率
華潤置地	1109	1,564	1,830	85%
中國海外	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%
碧桂園	2007	4,156	n.a.	n.a.
雅居樂	3383	702	1,100	64%
合景泰富	1813	486	650	75%
龍湖	960	1,491	2,000	75%
禹洲地產	1628	339	600	56%
中駿置業	1966	335	500	67%
龍光地產	3380	549	700	78%
時代中國	3381	423	550	77%

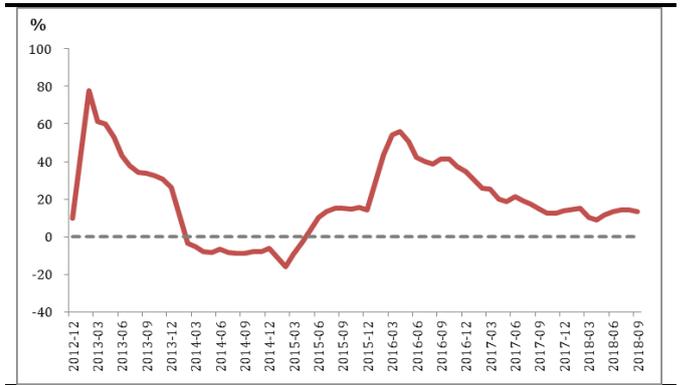
資料來源：公司、招銀國際研究

圖 3：商品房銷售面積 YOY



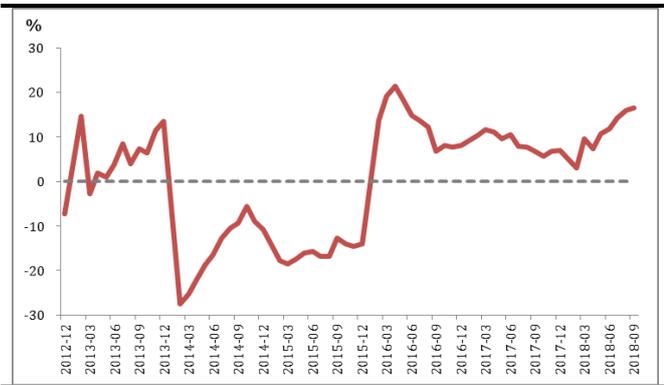
資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 4：商品房銷售額 YOY



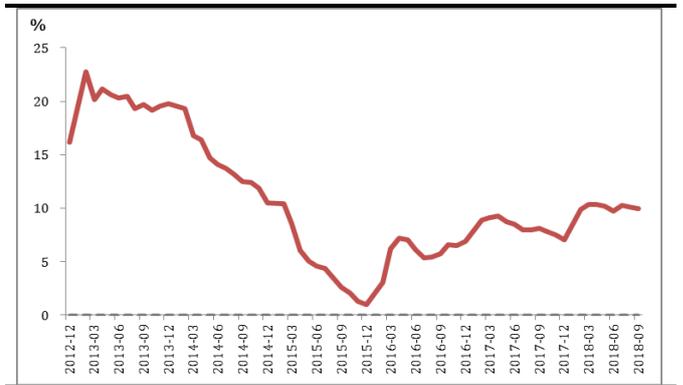
資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 5：新開工面積 YOY



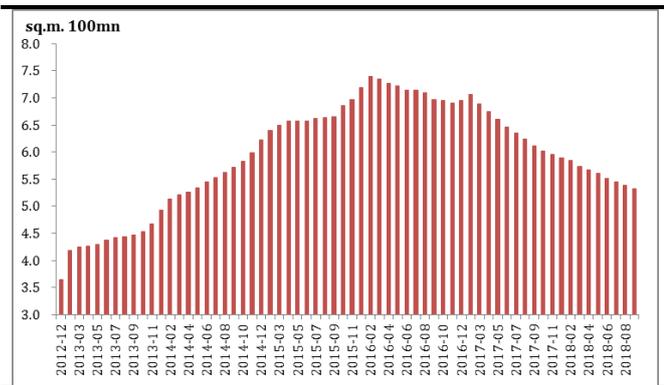
資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 6：開發投資完成額 YOY



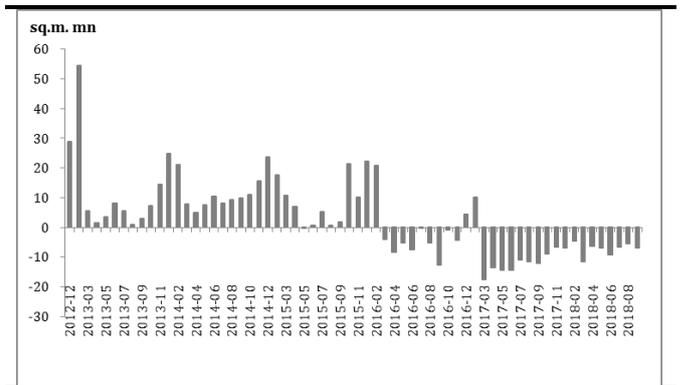
資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 7：商品房待售面積:累計值



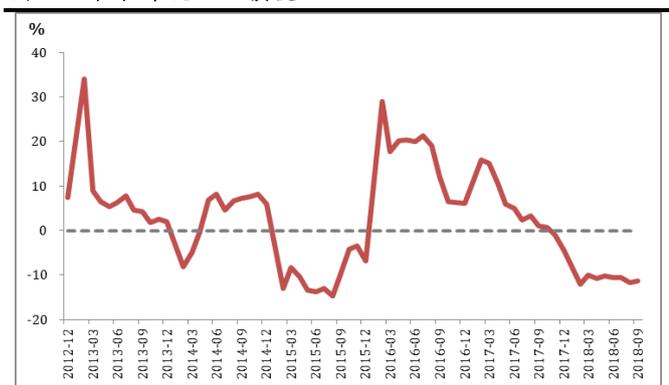
資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 8：每月商品房庫存變化



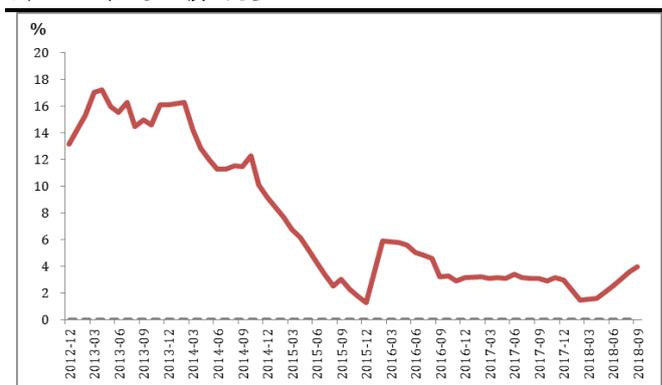
資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 9：年累計竣工面積變化



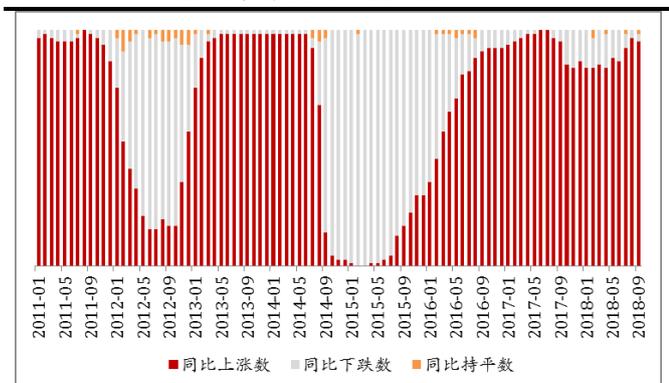
資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 10：在建面積的變化



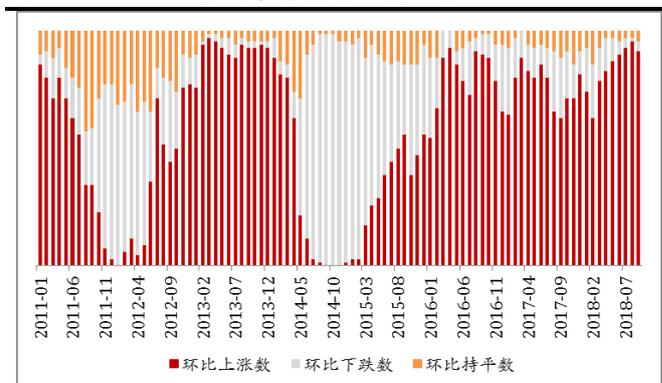
資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 9：70 個主要城市房價同比變化數



資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 10：70 個主要城市房價環比變化數



資料來源：國家統計局、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。