

中國房地產

漫步于外灘

❖ **2017 年上海樓市遇冷。**上周我們前往上海考察當地市場。由于過去的一年裏，上海房地產市場政策收緊，當地樓市的表現較弱。去年全年，上海商品房銷售額同比下滑 39.9%至 4,027 億元人民幣；銷售面積下滑 37.5%至 1,692 萬平。開發投資增速由 16 年的 4.9%放緩至 4%，新開工面積則同比下滑了 7.8%。房價方面，受限價限購影響，新建住宅價格環比增速自 2016 年 10 月迅速下滑，并一直保持 -0.2%至 0.2%的區間範圍內，新建住宅價格指數在 2017 年底僅同比增長了 0.2%。我們認為，上海房地產市場以及其他一線城市，將在 2018 年繼續低位運行，政策鬆綁的可能性較低。

❖ **長租公寓市場處於摸索階段，持續受政策支持。**萬科(2202 HK, 買入)早在 2015 年就開始長租公寓業務，但當時關注度并不高。2017 年，國家提出“加快建立多主體供給、多渠道保障、租購并舉的住房制度”，鼓勵租賃住房的發展，同時，各房企也加快布局長租公寓市場。尤其在 2017 年下半年，各大型房企都推出了自己的長租公寓品牌，并提出未來建設目標。我們此行考察了**龍湖(960 HK, 持有)**和**碧桂園(2007 HK, 持有)**在上海的長租公寓。總體而言，長租公寓受到年輕人青睞，入住率保持在較高水平，但如何保持長期而又穩定的盈利仍然任重道遠。上述兩家房企的長租公寓平均每間房的租金約 3,000 人民幣/月。由于長租公寓前期需要投入較高的前期成本(更新改造成本約 1,500 元/平)，利潤需要大約 3-5 年左右時間才開始釋放，因此資金周轉較傳統開發銷售模式有明顯劣勢。住建部也表示支持房地產企業進行創新租賃住房資產證券化實踐，積極盤活存量房屋用于租賃，增加租賃住房有效供給。同時，積極推動住房租賃企業拓寬直接融資渠道，支持企業利用創新型金融工具發展住房租賃業務，推進住房租賃市場發展。今年 2 月 5 日，碧桂園獲准發行百億級長租公寓 REITs 產品，這也是首個百億級的長租公寓 REITs 產品。碧桂園在去年就提出了在 2020 年供應 100 萬套長租公寓的目標。我們相信，長租公寓的發展將持續受到住房政策、供給端、銀行資金和資產證券化的支持。

❖ **商場流量喜人，機會仍在。**除長租公寓外，我們同時考察了上海一些商場。由于天氣原因，相比開放式商場，上海顧客更傾向流連于室內商場。萬科主要通過旗下印力管理其商業地產。萬科在上海的商場在客流量，租戶結構和出租率方面均運營良好。今年 1 月，印力、萬科聯合 TRIWATER 基金收購了凱德商用旗下的 20 個購物中心，耗資 83.65 億人民幣。收購完成後，印力將在全國持有或管理的商業項目數量達 120 家，管理面積 1,000 萬平方米，覆蓋中國 58 個城市。就運營管理面積而言，印力已超過華潤置地(1109 HK, 買入)。

❖ **市場情緒轉變，我們認為目前內房估值偏高。**內房股自去年初起股價持續上升，部分公司順勢進行股權或可換股債券融資。我們相信短期高峰已經出現，投資者目前正靜待 3 月的年度業績公布。在我們覆蓋的內房股中，平均 FY18E 市盈率為 7.9 倍，或 31.3%的淨資產折讓。我們認為內房股價總體處在高位，首選估值較低的公司。我們首選雅居樂(3383 HK, 買入)、中海宏洋(81 HK, 買入)和禹洲地產(1109 HK, 買入)。

估值表

公司	代碼	收市價 (港元)	目標價 (港元)	評級	市值 (百萬元)	16A	17E	18E	每股資產 (港元)	折讓
華潤置地	1109	28.05	32.45	買入	194,413	10.0	9.7	8.8	46.35	39.5%
中國海外	688	27.1	28.64	買入	296,913	7.5	9.4	8.8	39.11	30.7%
中海宏洋	81	3.89	6.8	買入	13,317	9.9	4.5	5.7	11.25	65.4%
萬科	2202	35.35	30.53	買入	440,130	15.6	11.5	10.0	43.61	18.9%
世茂	813	19.94	15.27	持有	67,537	11.1	8.5	7.7	17.83	-11.8%
碧桂園	2007	14.06	12.15	持有	305,663	22.6	12.5	10.2	15.19	7.4%
雅居樂	3383	11.88	16.21	買入	46,535	17.0	8.7	7.3	27.02	56.0%
合景泰富	1813	10.86	10.92	買入	34,265	8.0	7.4	6.3	21.84	50.3%
龍湖	960	22.25	18.4	持有	131,614	11.9	11.2	10.3	21.11	-5.4%
禹洲地產	1628	5.04	6.78	買入	21,093	9.0	6.2	5.3	10.43	51.7%
龍光地產	3380	10.3	12.3	買入	56,340	10.5	8.4	7.1	17.56	41.6%
平均						12.1	8.9	7.9		31.3%

資料來源：公司及招銀國際研究預測

招銀國際研究部

落後大市

文幹森, CFA

電話：(852) 3900 0853

郵件：samsonman@cmbi.com.hk

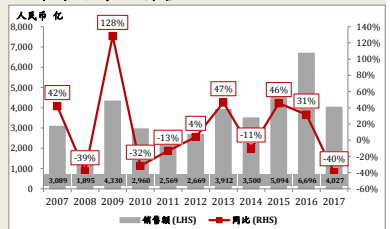
黃程宇

電話：(852) 3761 8773

郵件：huangchengyu@cmbi.com.hk

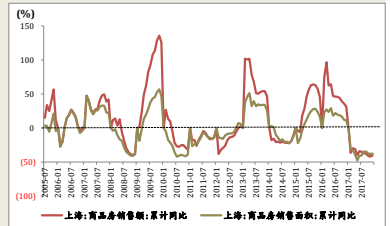
中國房地產行業

上海月份房屋銷售



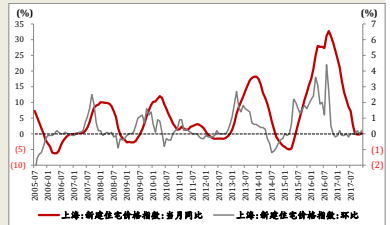
資料來源：Wind、招銀國際研究

上海房屋銷售變化



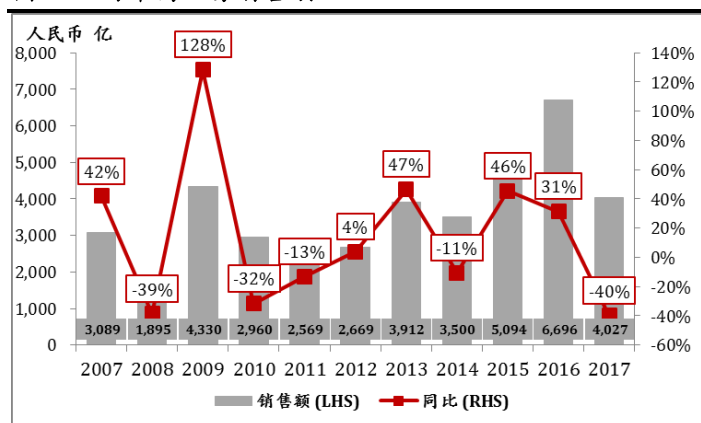
資料來源：Wind、招銀國際研究

上海房價變化



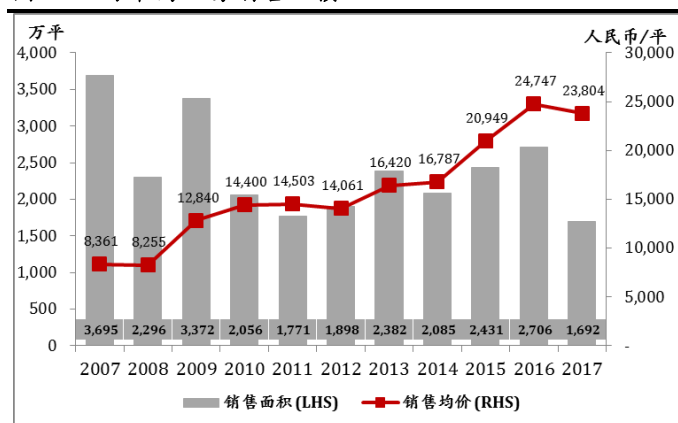
資料來源：Wind、招銀國際研究

圖 1: 上海市商品房銷售額



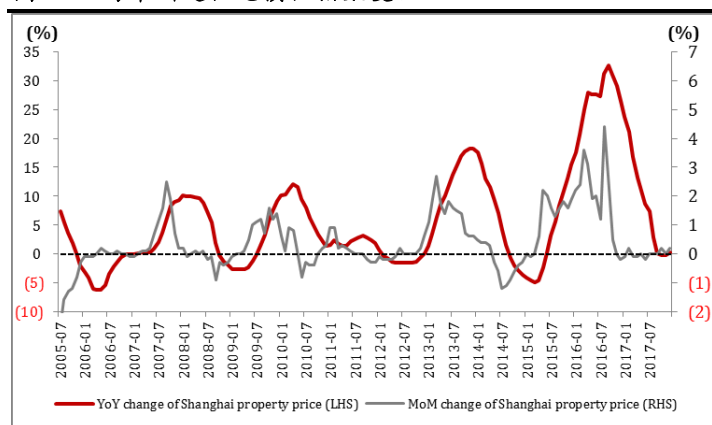
來源: Wind, 招銀國際

圖 2: 上海市商品房銷售面積



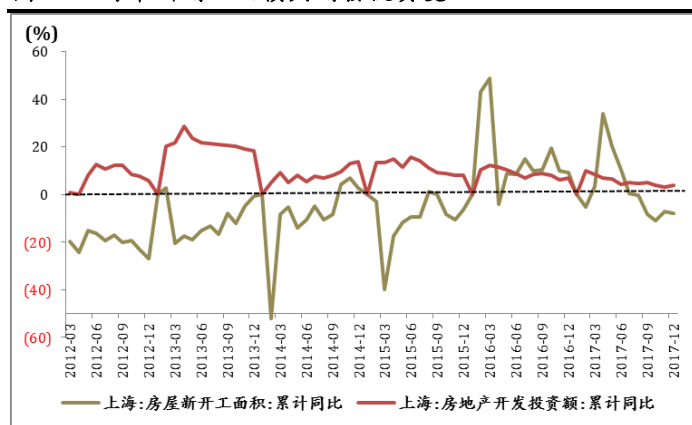
來源: Wind, 招銀國際

圖 3: 上海市新建住宅價格指數變化



來源: Wind, 招銀國際

圖 4: 上海市新開工面積與開發投資變化



來源: Wind, 招銀國際

圖 5: 部分房企旗下長租公寓品牌

房企	品牌
万科	泊寓
龙湖	冠寓
旭辉	领昱
碧桂园	BIG+碧家国际社区
金地	荣尚荟自在寓
招商	壹间、壹棧、壹棠
绿城	绿城优客
阳光城	遇见
保利	UOKO
绿地	已开业

來源: 招銀國際

圖 6: 龍湖長租公寓品牌-冠寓



來源: 招銀國際

圖 7: 公共區域



來源: 招銀國際

圖 8: 公寓內部



來源: 招銀國際

圖 9: 公寓配套



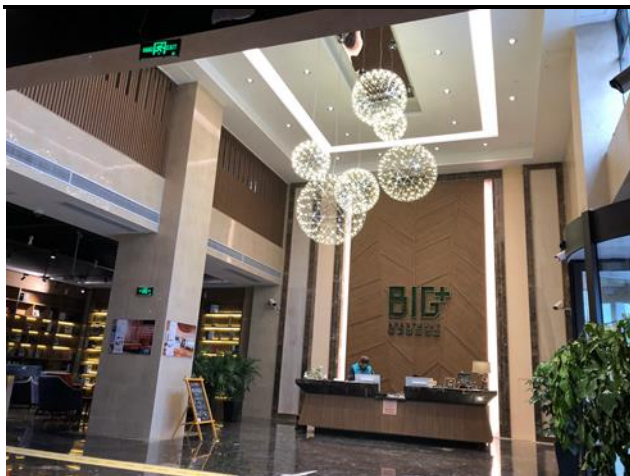
來源: 招銀國際

圖 10: 碧桂園長租公寓品牌-BIG+ 國際社區



來源: 招銀國際

圖 11: 公共區域



來源: 招銀國際

圖 12: 公共區域



來源:招銀國際

圖 13: 公寓內部



來源:招銀國際

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

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。接收本報告之行爲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。