

中國房地產

市場對貸款上限反應過度後；良好買入時機

我們認為股價回檔提供了一個很好的買入點，主要是市場過度擔心 **1) 政策進一步緊縮？**最新央行公佈的房地產貸款上限實際上好於市場預期的 30%，且與“三紅線”一致，因此影響有限。此外，房地產政策已變得中性，更多城市放鬆戶籍政策以提供支持。**2) 房地產需求下降？**我們認為 2021 年房地產銷售將保持彈性（建築面積和銷售額將分別同比增長 2% 和 8%），由於 2020 年的財富效應和高儲蓄率。我們預計 2021 年，主要開發商銷售額將同比增長 11%，且銷售毛利率會穩步提高。目前估值處於歷史低位（4.8 倍 2021 年預測市盈率，股息收益率為 6.5%）。**行業首選：**華潤置地（1109 HK），世茂（813 HK）和合景泰富（1813 HK）。**催化劑：**第一季度銷售好於預期，政策穩定。

- **貸款上限對房地產融資影響有限：**我們認為地產股價格過度回檔。這是因為：**1)** 與房地產相關的貸款門檻實際上是現有（混合）總額的 30.3%，高於 2018 年市場預期的 30%。**2)** 截至 2020 上半年，房地產和抵押貸款的總份額分別為 28.7% 和 19.6%，這意味着與上限 30.3% 和 23% 相比，仍有增長空間。**3)** 在“三條紅線”政策下，整體房地產貸款增速將被限制在 <10%，比我們預測的 2021 年人民幣貸款增速 11% 要低。這意味着房地產貸款份額不太可能上升。**4)** 離岸管道將為人民幣升值和相對吸引的融資利率提供一定緩衝（例如，世茂於 1 月 4 日發行了 10 年期債券，利率為 3.45%）。
- **房地產政策轉為中性：**繼 12 月政治局會議採取中性態度（以確保房地產市場健康）之後，2020 年第四季度，一些地區已放寬其戶籍政策，以吸引更多人才，例如山東省、無錫、蘇州、福州、重慶和廣州。
- **2021 年主要開發商銷售收入有望同比增長 10%，同時實現毛利率復蘇：**借助財富效應和高儲蓄率，我們預計 2021 年房地產銷售的建築面積和價值將分別同比增長 2% 和 8%。主要開發商的銷售增長可能會由於“三紅線”政策（銷售增長通常與貸款增長保持一致）而由 2020 年的 15% 降至 2021 年的 10%。但是，根據我們的模型，由於銷售價格提高和土地市場降溫，2021 年毛利率將恢復。這意味着 2021 年利潤將實現兩位數增長，可能好於 2020 年。在我們的覆蓋範圍內，合景泰富/世茂可能會脫穎而出，並在 2021 年實現 20%/15% 的銷售增長。
- **租金收入將隨消費復蘇回升：**由於 2021 年是 2020 年疫情和高儲蓄率之後的消費年，我們認為這將有利於購物中心加快租金收入增長。華潤置地和龍湖（960 HK）是兩個主要的購物中心運營者。根據月度資料，兩家公司的租金收入均出現了大幅回升。2021 年，兩家開發商都會新建 10 個購物中心，因此我們預計，到 2022 年，租金收入將對總毛利水準做出 15-20% 的較高貢獻，從而支持估值上揚。

優於大市（維持）

中國房地產行業

曾展

(852) 3916 3727

jeffreyzeng@cmbi.com.hk

李博文

(852) 3657 6239

bowenli@cmbi.com.hk

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）發表於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並無直接或間接關係。

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。

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。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來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3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(“招銀國際證券”)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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際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。而過去的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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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。招銀國際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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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，任何機構或個人於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聞，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。