

中国房地产

疫情最坏情况已过去

- **2020 年 3 月环比大幅反弹，但同比下跌。**国家统计局公布房地产市场数据。受封城措施影响，2020 年一季度的合同销售总额及面积分别缩减 24.7% 至 20,370 亿元人民币和 26.3% 至 2.2 亿平方米。虽然国内商业活动重启，3 月份房地产市场跟随复苏，但该月销售仍同比下跌 14%。疫情在国内大致受控，不少开发商表示 4 月份销售已回复至正常水平。我们覆盖的开发商，包括恒大和融创，平均把 2020 年的销售增长目标定于 12%。
- **深圳房地产市场反弹凌厉。**随着更多个人或中小企业贷款推出，4 月份深圳房地产市场回暖，例如在南山和宝安区的预售项目就在短时间内售清。不过，前日深圳银行机构开始严查贷款违规流向房地产市场的情况，我们担心中央政府将在今年余下时间采取更多保守的房屋政策，以防止深圳楼市过热。
- **我们改变放宽房地产政策的看法。**国内疫情受控，我们相信中国政府将集中推动经济复苏。不过，一方面目前房地产市场复苏步伐快于国内经济，另一方面中国政府亦预期 2020 年国内经济增长率低于 4%，因此中国不会依赖房地产市场来支持经济增长。此外，4 月 17 日中央政治局会议亦重申「房住不炒」。因此，我们预计政府将不会再进一步推出刺激政策来支持购房，如取消限购或大幅减少第二套房的首付。
- **支持房地产企业可持续发展。**虽然我们谨慎看待针对购房者的政策，但我们相信中国政府将确保房地产企业稳健发展，以避免出现大量破产和失业。例如，中国政府将为开发商提供更多土地。其次，我们认为业务稳健的开发商融资渠道将得到改善。
- **维持行业销售下降 5% 预期。**我们在 2020 年 2 月 17 日的报告中，预测 2020 年房地产销售和面积将分别下跌 5% 和 10%。自 2020 年 2 月 17 日以来，我们覆盖的开发商股价已下跌约 11%，因此我们更相信并重申当时的预测。我们的行业首选股包括万科（2202 HK，买入，目标价：36.69 港元），碧桂园（2007 HK，买入，目标价：14.55 港元），中国奥园（3883 HK，买入，目标价：15.48 港元）和保利地产（600048 CH，买入，目标价：22.16 元人民币）。

估值表

公司	代码	收市价 (当地货币)	市值 (当地货币 百万)	评级	目标价 (当地货币)	市盈率			每股资产 (当地货币)	折让
						19A	20E	21E		
万科 - H	2202 HK	25.10	322,758	买入	36.69	6.5	5.7	5.0	52.42	52.1%
碧桂园	2007 HK	9.64	210,856	买入	14.55	4.7	4.1	3.7	26.45	63.6%
奥园	3883 HK	9.18	24,812	买入	15.48	5.3	3.5	3.0	30.95	70.3%
保利地产	600048 CH	15.88	189,491	买入	22.16	6.8	5.7	4.9	27.73	42.7%

资料来源：招银国际证券预测

优于大市（维持）

中国房地产行业

文千森, CFA

(852) 3900 0853

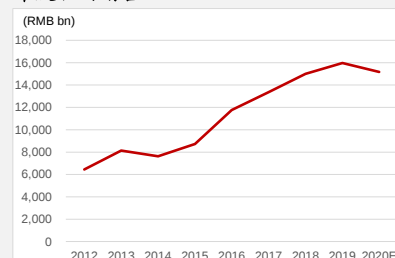
samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

(852) 3761 8773

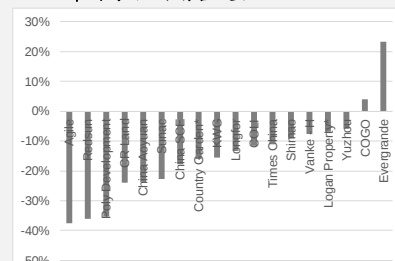
huangchengyu@cmbi.com.hk

年度合同销售



资料来源：国家统计局，招银国际证券预测

2020 年首季合同销售变动



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关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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際證券并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

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。招銀國際證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。招銀國際證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銀國際證券编写，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責任。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。招銀國際證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投资银行相关业务联系。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責任。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，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年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，未经招銀國際證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。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。