

中國房地產

2月強勁銷售助推板塊輪動；土地改革影響中性

昨日A股和H股房地產板塊均表現強勁（上漲10%以上），主要由於以下原因：1) 順應板塊輪動週期性趨勢。2) 主要開發商2月銷售將在週末公佈，我們預計在需求旺盛和基數較低的情況下，同比將出現大幅增長（>100%，而1月為55%，2020年12月為30%）。3) 一些城市提高銀行房地產貸款比率上限。這將減輕市場對於政策過度收緊的擔憂。至於土地改革，我們認為這對行業而言**影響中性**，因其可能不會顯著降低土地價格。**對於潛在政策基調**，關鍵在於3月5日的兩會和4月政治局常委會議。

- **2月和3月銷售強勁。**在1月份的強勁銷售（主要開發商同比增長55%）之後，根據我們資料跟蹤，2月份良好情緒仍在繼續。疊加去年2月和3月低基數（-27%和-10%），我們預計2月和3月銷售額將錄得強勁同比增長，為2021第一季度添磚加瓦。根據我們預測，我們認為主要開發商2021上半年或將實現20%以上銷售增長，而其年度目標是增長10%。因此，2021年銷售或將超預期。
- **多省份提高銀行房地產貸款比率限制：**與中國人民銀行的指引相比，廣東、海南、上海和浙江略微提高限制，特別是對於低檔銀行。例如，上海將三檔和五檔銀行房地產貸款比率上限分別提高至總貸款的29.5%和24%（而中國人民銀行的指引比率是27.5%和22.5%）。這反映出整體房地產政策將繼續遵循“一城一策”，這將減輕市場對於政策收緊速度快於預期的擔憂。
- **土地改革-對開發商而言影響中性：**多個城市宣佈今年土地集中供應，總共不超過三批。與以前的模式相比，這將增加每批土地總供應量。政策目的是改革土地市場，穩定土地價格，但我們認為這不會顯著降低土地價格，因為1) 每年的土地總供應量保持不變；2) 這或將降低土地拍賣率，從而降低每年的有效土地供應；3) 更多開發商可能會參與拍賣高品質地塊，而這些地塊定價可能會更高。對於開發商，我們認為政策影響中性，因為1) 開發商可能不會像以前那樣進行逆週期土地收購，因為現在政府控制出售時間，而且2) 高品質地塊仍將被競爭追逐。簡而言之，我們認為總體影響是中性的。
- **行業首選：華潤置地/世茂/合景泰富。**行業估值相當於5倍2021年預測市盈率，仍低於歷史平均水準1個標準差。我們更看好能在2021年實現高銷售增長並能從消費中受益的股票：華潤置地（2020/21盈利將因深圳高利潤項目的銷售而恢復至雙位數增長，2021年租金收入將增長30%以及其購物中心的潛在分拆）。世茂（2021年銷售將增長15%，高於行業；2020/21盈利增長20%，並可能剝離）和合景泰富（銷售將實現20%增長，居行業之首）。

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。

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。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。