

## 中國房地產

### 政策收緊令前景更審慎

- ❖ **2016年銷售強勁。**中國2016年物業銷售增長快速，三大物業發展商在2017年第1季的銷售勢頭依然保持及其市場份額繼續擴張，但強勁的銷售並未反映在其2016年業績。十家在我們覆蓋範圍的公司，其2016年營業額平均上升18%，同期的純利只增加9%；此外，它們的邊際利潤受到高地價、更少比例的利息開支資本化及永續債的開支影響，因此2016年的平均純利率下跌1.3個百分點至14.7%。
- ❖ **預期2017年物業銷售下跌12%。**因為我們相信未來物業市場的銷售將會受到最近的宏觀調控(不單是限購令，更包括房貸的收緊)所影響，而且2016下半年的基數較大，所以我們預料2017年全年的物業銷售同比下跌12%至103,510億元人民幣。
- ❖ **負債比例可控，且派息增加。**受惠於強勁的物業銷售，大多數的物業發展商在2016年去槓桿。平均而言，十家在我們覆蓋範圍的公司之淨負債與總股本比率在2016年下降1.7個百分點至52.2%。只有融創是例外，因為公司在去年進行了多次的大規模收購，其淨負債與總股本比率由2015年的76%上升至2016年的122%。在資產負債表改善後，房地產公司皆增加派息，平均派息比率由2015年的35.2%上升至2016年的39.4%。
- ❖ **2017年第1季股價表現優於大市。**中國房地產公司的表現優於大市，十家在我們覆蓋範圍的公司，其股價平均在2017年第1季上升33%。由2017年3月17日至2017年4月5日，超過35個國內城市推行更嚴厲的措施來限購或收緊房貸，新一輪的調控措施將在今年餘下日子對房地產市場帶來壓力。
- ❖ **估值並不吸引。**在最近的股價上升及我們更改盈利預測後，十家在我們覆蓋範圍的公司之估值上升，2017年市盈率達7.2倍，或股價與資產淨值折讓收窄至44.7%，我們相信目前估值已反映大部份的利好因素；另一方面，最近的調控措施被投資者忽視，我們不相信中國房地產板塊未來具很大空間被重估，因此我們給予的評級為「與大市同步」。

#### 估值表

公司	代碼	收市價		評級	市值 (百萬港元)	市盈率			每股資產	
		(港元)	目標價 (港元)			16A	17E	18E	(港元)	折讓
華潤置地	1109	22.1	32.45	買入	153,174	7.9	7.6	6.9	46.35	52.3%
中國海外	688	23	27.37	買入	251,993	6.3	8.0	7.5	39.11	41.2%
萬科	2202	20.95	26.4	買入	252,965	9.8	8.1	7.6	33.00	36.5%
世茂	813	13.02	12.48	持有	44,099	7.7	5.9	5.3	17.83	27.0%
碧桂園	2007	7.69	6.95	持有	164,211	13.1	10.2	8.2	9.93	22.6%
雅居樂	3383	7.19	7.98	買入	28,164	10.9	7.5	6.2	19.94	63.9%
合景泰富	1813	5.96	7.68	買入	18,201	4.6	4.5	3.9	15.36	61.2%
龍湖	960	13.52	14.78	持有	79,158	7.6	7.2	6.6	21.11	36.0%
禹洲地產	1628	3.57	3.6	持有	13,625	6.0	5.0	4.4	7.20	50.4%
融創	1918	11.4	5.84	賣出	44,121	14.2	7.8	4.1	23.35	51.3%
平均						8.8	7.2	6.1		44.2%

資料來源：公司及招銀國際研究

招銀國際研究部

## 同步大市

### 文幹森

電話：(852) 3900 0853

郵件：[samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

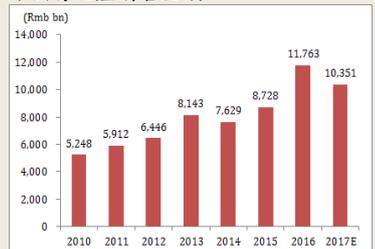
### 黃程宇

電話：(852) 3761 8773

郵件：[huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

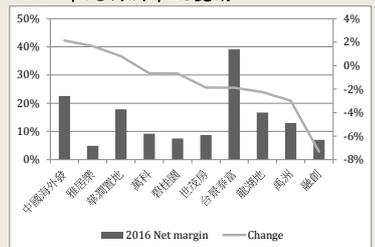
## 中國房地產行業

### 中國房地產銷售金額



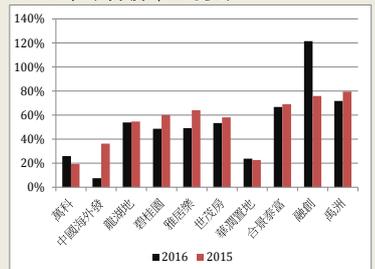
資料來源：國家統計局

### 2016年純利潤率及變動



資料來源：公司、招銀國際研究

### 2016年淨負債率及變動



資料來源：公司、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	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏愨道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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，並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，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责任。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)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。