

中国房地产

预期未来成交量下跌 10%

- ❖ **易居料 2019 年房地产成交量下降 10%。**我们上周五邀请了克而瑞(CRIC)的研究总监洪圣奇到招银国际与我们的客户分享他对中国房地产市场的看法，克而瑞是易居(2048 HK, 买入)的全资附属公司。虽然他认为市场的基本因素欠缺吸引，但因为预期政策的放松，市场气氛正在改善中。整体来说，易居预期中国房地产在 2019 年的成交量将下跌 10%。
- ❖ **三座大山。**1) 近期成交量薄弱，大部分城市在一月份的成交下跌约 20-30%，尤其是在农历新年期间，部分城市的交投减少 50%，料在 2019 年第一季仍会持续下去。2) 2019 年棚改新开工的目标将减少 21%，其中八个省份将下调棚改发展规模多于 20%，河南及山西更减少多于 70%。3) 土地拍卖流拍上升，2017 年只有少于 10%的土地拍卖是失败及需要收回，不过在 2018 年土地流拍的情况升至约 20%，但易居认为不用太担心流拍，认为这只是市场的行为，因此大部分城市的地价都下跌，只有少数的 3/4 线城市的地价在 2018 年上升。
- ❖ **预期库存及供应将会改善。**在 80 个监察中的城市，库存量在上升中，但大部分仍在 18 个月内，不过在北京、大连、厦门、沈阳、汕头、舟山、烟台、宜兴等地的库存超过 18 个月，因为以上八个城市的供应较高，同时物业买家比较审慎，所以令到去化率较低，以上八个城市的要以较长时间才能把房屋卖出。第二，2018 件房屋供应量增加 22%，而在一线城市的供应量更上升 45%，主要是地方政府对预售证的审批放宽，尤其是针对房价的限制。
- ❖ **首次买家或首次改善型为主要的买房者。**以买房的用途考虑，首次买家及首次改善型分别占 2018 年买房者的 30%及 24%。与 2017 件比较，首次买房者的比例增加了四个百分点，这反映在房地产调控的时候，首次买房者较容易入市；另外，纯粹投资用途的买家减少一个百分点至 12%。
- ❖ **大湾区的投资兴趣刺激起来。**跟随着政府的政策，更多房地产开发商进入了大湾区，不过在深圳的土地因资源有限而供应紧张，大湾区的未来土地供应将来自广东、佛山及肇庆。在大湾区九个城市中，易居比较看好佛山及东莞市。

估值表

公司	代码	收市价 (港元)	目标价 (港元)	评级	市值 (百万港元)	市盈率			每股资产净值 (港元)	折让
					17A	18E	19E			
华润置地	1109	29.1	32.93	买入	201,690	9.0	7.4	7.2	47.04	38.1%
中国海外	688	28.95	29.08	买入	317,182	7.8	7.1	6.8	45.05	35.7%
中海宏洋	81	2.96	4.57	买入	10,133	5.3	4.4	3.5	11.43	74.1%
万科	2202	30.05	37.34	买入	338,723	10.4	8.7	7.7	46.68	35.6%
世茂	813	20.35	20.58	持有	67,185	7.7	6.1	5.3	29.40	30.8%
碧桂园	2007	10.48	18.55	买入	226,868	7.5	5.5	4.6	33.72	68.9%
雅居乐	3383	10.08	15.07	买入	39,484	5.7	4.4	3.9	27.40	63.2%
合景泰富	1813	7.24	11.32	买入	22,980	5.5	4.5	3.7	18.87	61.6%
龙湖	960	23.8	21.68	持有	141,450	9.7	7.6	7.7	30.97	23.2%
禹洲地产	1628	3.77	5.19	买入	18,097	4.5	3.7	3.5	8.65	56.4%
中骏置业	1966	3.08	4.73	买入	12,708	3.4	3.0	2.9	7.89	61.0%
龙光地产	3380	10.7	12.16	持有	58,665	8.0	6.8	5.3	20.26	47.3%
奥园	3883	5.7	7.60	买入	15,371	8.3	5.3	4.4	15.20	62.2%
时代中国	1233	10.2	11.30	买入	18,742	4.4	3.8	2.8	22.60	54.8%
平均						7.0	5.8	5.2		50.9%

资料来源：彭博、招银国际研究预测

招银国际研究部

同步大市 (维持)

文干森, CFA

电话: (852) 3900 0853

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

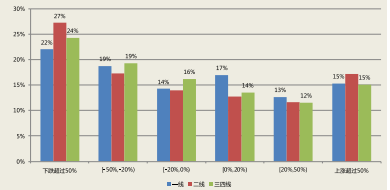
黄程宇

电话: (852) 3761 8773

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

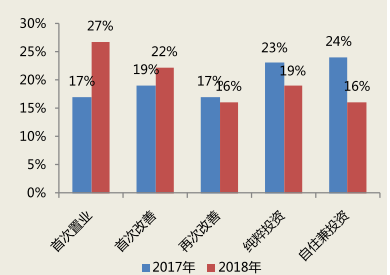
中国房地产行业

2018 不同等级市土价变化



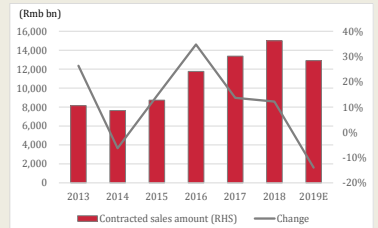
资料来源：克而瑞

不同等级市购房用途



资料来源：克而瑞

中国房屋销售金额



资料来源：国家统计局、招银国际研究

## 问答

**Q:目前大部分开发商倾向二线城市，如果今年继续看好三四线，将是基于什么样的逻辑？**

A:看好一二线城市是市场一贯的看法。目前市场对三四线城市的预期特别差，而在普遍悲观的预期下，可能存在预期差，即三四线没有想象中那么差。如果今年整个房地产市场不好，那主因就是三四线。如果今年有什么惊喜，那就是三四线的情况比悲观预期要好。

**Q:如果政策有所松动，会是什么时候，会是哪一方面的放松？**

A:大规模放宽调控政策的条件和前提并不成熟。因为尽管市场交易成交出现下滑，但目前库存水平并不高，所以在这种情况下，政府出现逆转性政策调整的可能性并不大。可能更多的是细节方面的调整，比如人才购房放松，贷款放松。其中贷款放松，即下调一二套房首付比例，可能是最为积极的放松政策了。目前大部分国内居民仍然倾向房产作为保值增值的工具，而贷款放松可以刺激这部分购房需求，比其他政策放松效果可能更好。

若出现大规模的逆转性的政策，说明市场已经非常低迷。上半年的统计数据往往会在三季度公布。唯一出现大规模的政策调整的可能就是前三季度市场情况特别差，否则都是平稳，细微的政策调整。

**Q:流拍率可能在今年上升，可不可以拆分不同级别城市的情况？未来正常化得流拍率会在什么水平？**

A:目前流总体拍率是16%。如果个别三四线城市流拍率上升至20%，甚至50%也是有可能的，这可能由于这些城市本身就没有太多吸引力。一般情况下，一二线的流拍率并不高，在5-6%，而三四线流拍率高于一二线。预计总体维持会在10-20%。

**Q:一月份社融数据向好，向房地产的传导会有多久？**

A:去年我们做过社融的研究。去年消费贷增长很快，根据我们调研发现，大部分的新增消费贷以各种名义进入了房市，比方说首付贷，但现在这种情况已经明显减少。另一方面，社融数据上升说明政府引导融资环境放松。

**Q:大湾区中，看好佛山和东莞是基于什么逻辑？**

A:佛山在地理位置上紧靠广州，两座城市一直在同城化。东莞的北面是广州，南面是深圳，处于大湾区核心位置。之前深圳城市外溢主要利好东莞南部区域，而东莞的核心区域人口还是很多的，随着大湾区的整合，东莞本地居民收入上升，东莞也会有较大的升值空间。

**Q:全年投资怎么看？**

A:新开工面积的增长很大程度上受到市场情况影响，我们预期今年市场情况会比较差，因此，新开工也会等比例地下降。但只要市场情况一旦转好，新开工也会马上回升。总体而已，新开工和市场成交数据同步。整体投资也会跟市场成交同步。

图一：中国 30 大开发商 2018 年合同销售金额

排名	英文名稱	中文名稱	合同銷售金額(十億元人民幣)
1	Country Garden	碧桂園	728.7
2	China Vanke	萬科	606.9
3	Evergrande	恆大	551.1
4	Sunac	融創	460.0
5	Poly	保利發展	405.0
6	Greenland	綠地	381.2
7	COLI	中國海外	268.8
8	Future Land	新城控股	220.4
9	CR Land	華潤置地	210.6
10	Longfor	龍湖	200.7
11	Shimao	世茂	176.1
12	CM Shekou	招商蛇口	170.5
13	China Fortune Land	華夏幸福	168.0
14	Yango Group	陽光城	162.8
15	CIFI	旭輝	162.5
16	Gemdale	金地集團	162.4
17	Greentown China	綠城中國	156.4
18	Zhongnan Group	中南置地	152.1
19	Gunagzhou R&F	富力地產	141.5
20	Tahoe	泰禾集團	130.3
20	Zengro	正榮集團	130.3
22	Jinke	金科集團	129.1
23	Zhongliang	中梁控股	128.9
24	China Jinmao	中國金茂	128.0
25	Ronshine	融信集團	121.9
26	Sino-Ocean	遠洋集團	109.5
27	Languang Development	藍光發展	104.2
28	Shinsun Real Estate	祥生地產	102.9
29	Agile	雅居樂	102.6
30	Zhejiang Rongsheng	榮盛發展	100.5

资料来源：克而瑞、招银国际研究

图二：中国 30 大开发商 2018 年应占权益合同销售金额

排名	英文名稱	中文名稱	應佔權益合同銷售金額(十億元人民幣)
1	Evergrande	恒大	524.1
2	Country Garden	碧桂園	520.4
3	China Vanke	萬科	424.8
4	Greenland	綠地	343.1
5	Sunac	融創	326.2
6	Poly	保利發展	287.6
7	COLI	中國海外	251.2
8	CR Land	華潤置地	181.1
9	Future Land	新城控股	169.8
10	China Fortune Land	華夏幸福	161.0
11	Shimao	世茂	152.3
12	Longfor	龍湖	140.5
13	Gunagzhou R&F	富力地產	131.1
14	Yango Group	陽光城	125.1
15	CM Shekou	招商蛇口	124.1
16	Gemdale	金地集團	113.7
17	Tahoe	泰禾集團	109.5
18	Zhongnan Group	中南置地	106.5
19	Jinke	金科集團	105.9
20	Zhongliang	中梁控股	99.1
21	Zhejiang Rongsheng	榮盛集團	95.6
22	Languang Development	藍光發展	91.7
23	Logan	龍光	88.8
24	China Jinmao	中國金茂	88.3
25	Shinsun Real Estate	祥生地產	87.7
26	CIFI	旭輝集團	86.1
27	Zengro	正榮集團	83.4
28	Ronshine	融信集團	83.0
29	Agile	雅居樂	80.9
30	Sinic Real Estate	新力地產	79.6

资料来源：克而瑞、招银国际研究

图三：中国 30 大开发商 2018 年合同销售面积

排名	英文名稱	中文名稱	合同銷售面積(百萬平方米)
1	Country Garden	碧桂園	773.1
2	Evergrande	恆大	52.40
3	China Vanke	萬科	40.16
4	Greenland	綠地	35.75
5	Sunac	融創	30.20
6	Poly	保利發展	27.15
7	Future Land	新城控股	17.91
8	COLI	中國海外	16.31
9	China Fortune Land	華夏幸福	15.39
10	Jinke	金科集團	14.99
11	Zhongliang	中梁控股	12.97
12	Longfor	龍湖	12.46
13	Yango Group	陽光城	12.39
14	CR Land	華潤置地	12.06
15	Zhongnan Group	中南置地	11.58
16	Gunagzhou R&F	富力地產	10.94
17	Central China	建業	10.67
18	Shimao	世茂	10.66
19	CIFI	旭輝	10.29
20	Languang Development	藍光發展	10.26
21	Zhejiang Rongsheng	榮盛集團	9.93
22	Zengro	正榮集團	9.07
23	Gemdale	金地集團	8.66
24	China Aoyuan	奧園集團	8.19
25	CM Shekou	招商蛇口	8.15
26	Greentown China	綠城中國	8.14
27	Midea Real Estate	美的置業	8.01
28	Agile	雅居樂	7.96
29	Shinsun Real Estate	祥生地產	7.44
30	Jiayuan	佳源集團	6.40

资料来源：克而瑞、招银国际研究

## 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于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）没有在有关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。

### 招银证券投资评级

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	: 招银国际并未给予投资评级

### 行业投资评级

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

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 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。招银证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。招银证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银证券编写，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作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上责任。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。招银证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责任。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，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之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，未经招银证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士。