

# 中国房地产

## 市场渐趋疲弱

**概要。**根据国家统计局数字，受经济前景不明朗因素及贷款利率上升影响，中国房地产市场在今年二季度开始降温。我们预计 2019 年中国房地产市场的销售额及销售面积将分别下降 5% 及 10%。我们偏好中型开发商，首选中海宏洋（81 HK，买入）、世茂（813 HK，买入）和雅居乐（3383 HK，买入）。

- **房地产销售增长放缓。**国家统计局公布了 2019 年上半年中国房地产的市场数据。全国物业销售额同比增长 5.6%（对比今年首五个月的 6.1%）至 7.07 万亿元人民币，销量则同比下降 1.8%（对比今年首五个月的 -1.6%）至 7.58 亿平。一方面，经济增长从今年首季度的 6.4% 回落至二季的 6.2%。中美贸易争端亦削弱了投资者的信心。另一方面，银行在二季度透过加息收紧抵押贷款。我们认为政府将在下半年进一步推行针对房地产紧缩措施，以压抑房地产市场。我们维持 2019 年房地产销售额及建筑面积跌幅 5% 和 10% 的预测。
- **土地销售下跌将拖低新开工面积增长。**大多数主要开发商对土地市场持谨慎态度。土地销售面积和金额在今年上半年分别下跌 27.5% 至 8,035 万平及 27.6% 至 3,811 亿元人民币。另一方面，新开工面积比率在 2019 年上半年稳定增长 10.1% 至 10.55 亿平，抵销了截至 2019 年 6 月连续 28 个月的库存跌幅（下降至 5.02 亿平），更是自 2013 年 12 月以来的最低水平。土地销售增长自 2019 年初以来开始回落，由于大多数开发商在收购土地六至九个月后开始施工，我们预计新开工面积将同样在 2019 年四季度放缓。
- **稳定房价为目标。**根据国家统计局的房地产销售数据，今年上半年的合同销售平均售价同比增长 7.5% 至每平 9,329 元人民币。国家统计局透露，一手物业在一、二线城市的平均售价分别同比上升 4.4% 和 11.4%。由于房地产价格升幅高于政府预期，我们认为政府将在下半年维持紧缩措施，以控制房地产价格。我们预计 2019 年合同销售平均价格将上升 5.6% 至每平 9,222 元人民币。
- **预计中型开发商增长较快。**在销售增长方面，三大开发商的表现未如理想。因此，中型开发商从中吸纳了更多市场份额。中骏集团控股（1966 HK，买入）及世茂在上半年录得 78% 和 39% 的合同销售增长。至于达成率方面，截至 2019 年 6 月，雅居乐、中国海外发展（688 HK，持有）、中骏集团控股及龙光（3380 HK，持有）已完成全年销售目标 50% 以上。因此，我们的首选为中海宏洋、世茂和雅居乐。

### 同步大市（维持）

#### 中国房地产

文千森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇

(852) 3761 8773

huangchengyu@cmbi.com.hk

#### 国内房地产销售



资料来源：国家统计局，招银国际证券

#### 新开工面积



资料来源：国家统计局，招银国际证券

#### 相关报告

1. “China Property Sector – Sluggish land replenishment shadows the outlook” – 18 Jun 2019
2. “中国房地产—3 月份重拾增长势头” – 2019 年 4 月 23 日

请登录 2019 年亚洲货币券商  
投票网址，投下您对招银国际  
研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

## 首选标的 - 中海宏洋、雅居乐、世茂

大湾区开发商如时代中国(1233 HK, 买入) 和中国奥园(3883 HK, 买入) 的股价在过去九个月已上升超过一倍, 我们相信其估值已反映对大湾区发展的憧憬。

目前我们的首选标的为中海宏洋、世茂及雅居乐。

### 中海宏洋 (81 HK, 买入, 目标价: HK\$5.38)

中海宏洋宣布, 2019 上半年归属股东净利润预计将增加 75-85%, 相对 2018 上半年的 10.14 亿港元, 主要归因于结转建筑面积和利润率增长。换言之, 2019 上半年净利润预计为 17.5-18.5 亿港元。2018 年合同销售额增加 32% 至 500 亿港元。虽然 2019 上半年合同销售维持在 286 亿港元, 但我们认为市场将上调其 2019 年盈利预测。这是由于市场一致预期 2019 年中海宏洋净利润为 28.8 亿港元 (相对我们预测的 31.7 亿港元), 下半年利润结转空间尚广。目前, 公司股价较 2019 年资产净值 (10.76 港元) 折让 59%, 相当于我们 2019 年预测市盈率的 3.9 倍, 估值十分吸引。我们或在 8 月份中期业绩公布后调整预测。目标价维持在 5.38 港元, 较资产净值有 50% 折让。

#### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY17A  | FY18A  | FY19E  | FY20E  | FY21E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额 (百万港元)     | 20,278 | 25,571 | 34,142 | 40,921 | 48,230 |
| 同比增长 (%)       | 18.6   | 26.1   | 33.6   | 19.9   | 17.9   |
| 净利润 (百万港元)     | 1,271  | 2,427  | 3,172  | 3,986  | 4,817  |
| EPS (港元)       | 0.557  | 0.731  | 0.927  | 1.164  | 1.407  |
| EPS 变动 (%)     | 41     | 31     | 24     | 26     | 21     |
| 市盈率(x)         | 7.9    | 5.9    | 4.8    | 3.9    | 3.2    |
| 市帐率(x)         | 0.7    | 0.8    | 0.7    | 0.6    | 0.5    |
| 股息率 (%)        | 0.9    | 3.2    | 4.3    | 5.5    | 6.6    |
| 权益收益率 (%)      | 9.3    | 12.5   | 14.3   | 15.7   | 16.4   |
| 净财务杠杆率 (%)     | 25.4   | 净现金    | 19.3   | 24.6   | 34.6   |

资料来源: 公司及招银国际证券预测

### 雅居乐 (3383 HK, 买入, 目标价: HK\$15.93)

2019 上半年合同销售额增长 25% 至 582 亿元人民币, 相当于全年目标 1,130 亿元人民币的 51.5%。虽然海南项目贡献减少 (毛利率超过 60%) 或拖低毛利率, 但更有效的成本控制、土地增值税费用减少和联合营公司贡献提高, 或使 2019 年净利润率保持在与 2018 年相近的水平 (即 12.7%)。另一方面, 非物业业务将成为主要盈利驱动因素。雅生活 (3319 HK, 买入) 最近发出盈喜, 上半年盈利增长 50% 以上。此外, 雅居乐将从环保业务中获得不俗的回报。固体废物处理厂的年处理规模估计将从 2018 年的 167,000 吨增至 2019 年的 746,000 吨, 并进一步增加至 2020 年的 194 万吨。我们的目标价 15.93 港元, 较 28.96 港元资产净值折让 45%。

#### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY17A  | FY18A  | FY19E  | FY20E  | FY21E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元人民币)  | 51,607 | 56,145 | 68,298 | 79,939 | 91,631 |
| 同比增长 (%)       | 10.6   | 8.8    | 21.6   | 17.0   | 14.6   |
| 净收入 (百万元人民币)   | 6,025  | 7,125  | 7,537  | 8,328  | 9,362  |
| 每股盈利 (人民币)     | 1.552  | 1.835  | 1.941  | 2.145  | 2.411  |
| 每股盈利变动 (%)     | 163.8  | 18.3   | 5.8    | 10.5   | 12.4   |
| 市盈率 (倍)        | 6.1    | 5.2    | 4.9    | 4.4    | 3.9    |
| 市帐率 (倍)        | 1.0    | 0.9    | 0.8    | 0.7    | 0.6    |
| 股息率 (%)        | 8.4    | 9.3    | 10.2   | 11.2   | 12.6   |
| 权益收益率 (%)      | 16.6   | 17.3   | 16.0   | 15.6   | 15.4   |
| 不良贷款率 (%)      | 71.4   | 79.1   | 78.4   | 75.2   | 71.6   |

资料来源: 公司及招银国际证券预测

## 世茂 (813 HK, 买入, 目标价: HK\$26.21)

我们预计 2017 年及 2018 年强劲的合同销售增长, 将成为 2019 年及 2020 年盈利增长的推动力。此外, 2019 上半年合同销售提速 39% 至 1,003 亿元。来年九龙豪华住宅项目预售, 以及东涌酒店开业, 相信亦将引起市场关注。2018 年经常性收入增加 27% 至 46 亿元人民币。继上海世茂广场于 2018 年三季度重开, 2019 年下半年东涌酒店开业后将进一步推动经常性收入增长。世茂目标在未来三年将经常性收入的年均复合增长率提高至 40%, 并计划在三年内分拆酒店和物业管理业务。净利润料于 2019 年和 2020 年分别增长 31.2% 至 116 亿元人民币, 以及 24.4% 至 144 亿元人民币。我们的目标价 26.21 港元, 较 2019 年资产净值 37.45 港元折让 30%。

### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY17A  | FY18A  | FY19E   | FY20E   | FY21E   |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元人民币)  | 70,426 | 85,513 | 111,663 | 141,345 | 169,037 |
| 同比增长 (%)       | 18.8   | 21.4   | 30.6    | 26.6    | 19.6    |
| 净收入 (百万元人民币)   | 7,840  | 8,835  | 11,595  | 14,419  | 17,155  |
| 每股盈利 (元人民币)    | 2.32   | 2.65   | 3.48    | 4.33    | 5.15    |
| 每股盈利变动 (%)     | 54.3   | 13.9   | 31.5    | 24.4    | 19.0    |
| 市盈率 (倍)        | 9.1    | 8.0    | 6.1     | 4.9     | 4.1     |
| 市帐率 (倍)        | 1.2    | 1.2    | 1.0     | 0.9     | 0.8     |
| 股息率 (%)        | 4.1    | 5.0    | 6.0     | 7.0     | 7.0     |
| 权益收益率 (%)      | 13.6   | 21.4   | 21.9    | 22.6    | 22.3    |
| 净负债率 (%)       | 56.5   | 56.6   | 60.4    | 58.6    | 56.3    |

资料来源: 公司及招银国际证券预测

### 同业比较

| 公司   | 代码        | 收市价<br>(当地货币) | 市值<br>(当地货币 百万) | 评级 | 目标价<br>(港元) | 市盈率  |     |     | 每股资产净<br>值 (港元) | 折让   |
|------|-----------|---------------|-----------------|----|-------------|------|-----|-----|-----------------|------|
|      |           |               |                 |    |             | 18A  | 19E | 20E |                 |      |
| 万科-H | 2202 HK   | 31.75         | 382,376         | 买入 | 35.48       | 8.9  | 7.8 | 6.5 | 44.35           | 28%  |
| 中国海外 | 688 HK    | 28.55         | 312,800         | 持有 | 32.13       | 7.0  | 7.0 | 6.3 | 45.89           | 38%  |
| 碧桂园  | 2007 HK   | 11.42         | 247,362         | 买入 | 16.49       | 6.1  | 5.6 | 5.1 | 29.98           | 62%  |
| 华润置地 | 1109 HK   | 34.80         | 241,197         | 持有 | 33.18       | 8.6  | 8.8 | 7.2 | 47.30           | 26%  |
| 龙湖   | 960 HK    | 31.35         | 186,823         | 持有 | 23.23       | 9.7  | 9.6 | 8.1 | 33.19           | 6%   |
| 世茂   | 813 HK    | 24.15         | 79,731          | 持有 | 26.21       | 7.8  | 6.0 | 4.8 | 37.45           | 36%  |
| 龙光地产 | 3380 HK   | 12.82         | 70,280          | 持有 | 13.10       | 7.4  | 6.2 | 5.2 | 21.81           | 41%  |
| 雅居乐  | 3383 HK   | 10.74         | 42,069          | 买入 | 15.93       | 5.0  | 4.8 | 4.3 | 28.96           | 63%  |
| 合景泰富 | 1813 HK   | 7.96          | 25,266          | 买入 | 11.82       | 5.4  | 4.6 | 4.1 | 19.70           | 60%  |
| 奥园   | 3883 HK   | 11.30         | 30,401          | 买入 | 13.00       | 10.8 | 6.5 | 4.5 | 19.21           | 41%  |
| 时代中国 | 1233 HK   | 14.86         | 28,855          | 买入 | 15.60       | 5.3  | 4.6 | 3.8 | 26.00           | 43%  |
| 禹洲   | 1628 HK   | 3.84          | 18,487          | 买入 | 5.48        | 4.2  | 3.8 | 3.0 | 7.84            | 51%  |
| 中骏置业 | 1966 HK   | 4.02          | 16,587          | 买入 | 4.56        | 3.9  | 4.7 | 3.7 | 7.60            | 47%  |
| 中海宏洋 | 81 HK     | 4.40          | 15,063          | 买入 | 5.38        | 6.0  | 4.7 | 3.8 | 10.76           | 59%  |
| 万科-A | 000002 CH | 30.06         | 336,383         | 买入 | 31.68       | 9.8  | 8.5 | 7.1 | 44.35           | 23%  |
| 保利发展 | 600048 CH | 13.52         | 160,837         | 买入 | 16.64       | 8.5  | 6.5 | 5.2 | N.A.            | N.A. |
| 平均   |           |               |                 |    |             | 7.2  | 6.2 | 5.2 |                 | 42%  |

资料来源: 彭博及招银国际证券预测

## 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。

### 招银国际证券投资评级

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 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               |

### 招银国际证券行业投资评级

|      |                          |
|------|--------------------------|
| 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3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风险。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年证券交易法规则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个人。