

中國房地產(同步大市) — 只有金九，沒有銀十

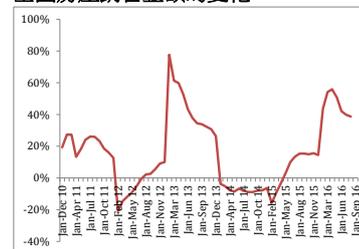
- ❖ **10月首週推出一連串調控措施。**中國房地產市場在2016年蓬勃地發展，年初至今，房價快速地上升。我們相信寬鬆的房貸政策刺激房地產市場膨脹，中國政府擔憂房地產市場風險會危害銀行業，自2016年8月起，針對房地產市場的宏觀調控措施出台，並在2016年10月加強，多個城市對購房實行更嚴厲的控制，我們害怕中國房地產市場將面對逆境，在2016年餘下的日子，我們相信中國房地產市場的增長將會放慢。
- ❖ **樓價面對下行風險。**不論是同比或橫比，大部份的中國主要城市房價都上升。根據國家統計局的數據，中國70個主要城市中，在2016年8月，分別有62個及64個錄得按年及按月上升，在二線城市(例如合肥及廈門)的房價升幅較一線城市為高。根據國家統計局的數據，我們計算中2016年1-8月份的全國合同銷售平均房價上升10.5%至每平方米7,618元人民幣，但我們相信在實行調控後，房價的增長在2016年第4季會放緩，在2017年甚至可能下跌。
- ❖ **很多上市房地產商減槓桿。**受益於強勁的房屋銷售，很多的房地產商在2016年上半年減低借貸比率，與一年前相比，雅居樂(3383 HK, 持有)及旭輝(884 HK, 未評級)於2016年6月的淨負債比率分別下降21個百分點至51%及15個百分點至57%，但富力地產(2777 HK, 未評級)同期的淨負債比率卻上升35個百分點至154%，這正反映公司管理層對市場前景的風險胃納不同。如果中國房地產市場未來表現反覆，我們相信淨負債比率低於60%的房地產商會有較高的安全網。
- ❖ **首選為財政健康的房地產公司。**我們相信中國的房地產市場在2017年非常不平坦，如果房屋銷售下跌，房地產商將面對財政困難，我們相信只有財政健康及具財政紀律的房地產商才可生存下來。在我們覆蓋的公司中，我們預測中國海外(688 HK, 買入)、華潤置地(1109, 買入)及萬科(2202 HK, 買入)在2016年末的淨負債比率分別為22.0%、26.2%及10.9%，這三家公司是我們在房地產行業的首選。

文幹森, CFA

samsonman@cmbi.com.hk

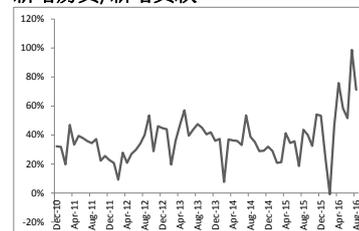
(852)-3900-0853

全國房屋銷售金額的變化



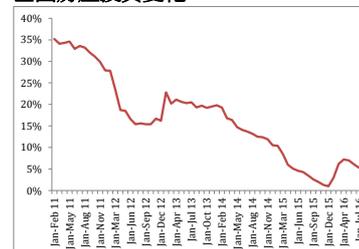
來源: 國家統計局

新增房貸/新增貸款



來源: 國家統計局、招銀國際研究

全國房屋投資變化



來源: 國家統計局

估值表

公司	代碼	收市價 (港元)	目標價 (港元)	評級	市值 (百萬港元)	市盈率			每股資產 (港元)	
						15A	16E	17E		
華潤置地	1109	20.2	30.58	買入	140,005	7.8	7.1	6.3	53.8%	43.69
中國海外	688	25.05	32.11	買入	274,453	6.9	6.3	6.3	29.8%	35.68
萬科	2202	19.88	26.14	買入	321,045	10.4	8.5	7.7	39.2%	32.68
世茂	813	10.5	11.72	持有	36,042	5.1	4.6	4.1	37.3%	16.74
碧桂園	2007	4.00	4.85	買入	88,843	8.1	7.2	5.2	50.5%	8.08
雅居樂	3383	4.4	4.88	持有	17,235	10.6	6.1	4.9	72.9%	16.26
合景泰富	1813	4.83	6.86	買入	14,750	3.6	4.1	3.4	64.8%	13.72
龍湖	960	11.44	14.84	買入	66,819	6.4	6.5	5.5	53.7%	24.73
融創	1918	5.4	5.25	賣出	18,211	4.7	6.3	3.5	79.6%	26.24
平均						7.1	6.3	5.2	53.5%	

來源: 彭博、招銀國際研究部

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: 香港中環夏慤道 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，並可能會受標的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。