

**中国房地产**

**2019上半年面对困境**

- ❖ **三大发展商再扩大市占率。**根据克而瑞(CRIC)的统计,包括碧桂园(2007 HK, 买入)、万科(2202 HK, 买入)及恒大(3333 HK, 未评级)的中国三大房地产商在 2018 年的合同销售金额估计分别为 7,287 亿元(人民币·下同)、6,069 亿元及 5,511 亿元,分别较 2017 年上升 32.5%、15.8%及 7.4%。此外,中国开发商年销售达千亿元的数量由 2017 年的 16 家增至 2018 年的 30 家,我们发觉市场整合的情况在 2018 年加剧,三大开发商的市场份额由 2015 年的 7.7%增至 2018 年的 12.6%,我们相信市场整合在未来将会持续,小型开发商有机会逐渐淡出。
- ❖ **2018 年的政策放宽效果有限。**市场气氛在 2018 年 9 月开始变得悲观,我们见到个别的地方政府放宽其房屋政策。例如山东的菏泽市在 12 月 18 日宣布将限售令取消,但我们相信这些放宽措施与中央政府的意愿违背,我们估计在 2019 上半年不会有大规模放宽,但随着 2019 年中国经济增长放慢,我们预期中国的房屋政策在 2019 年下半年有可能放宽。
- ❖ **物业贷款增长放慢及房贷利率有机会在 2019 年第四季见顶。**房地产相关贷款的增长自 2017 年起开始放慢(主要因房贷的慢增长抵消了发展商贷款的快速增长),不过,行业于截至 2018 年 9 月的整体贷款增长(20.4%)仍较同期的系统贷款增长(12.7%)为快;而且,于 2018 年第三季,房地产行业贷款占比达 29.5%。因为中国人民银行宽松货币政策、银行下降风险胃纳及宏观经济慢下来,平均借贷利率在 2018 年第三季横比下跌 3 个基点至 5.94%。当未来物业销售疲弱,银行有可能会下降借贷利率以刺激需求,我们估计房贷利率会在 2018 年第四季下跌。
- ❖ **料于 2019 年下半年反弹。**我们预计中国房地产市场整合将在未来六个月持续。然而,中国政府料在 2019 年下半年开始放宽紧缩措施,以刺激经济增长。我们预测中国房地产市场合同销售金额在 2018 年上升 9.7%至 14.7 万亿元,但于 2019 年下降 12.0%至 12.9 万亿元。
- ❖ **股价缺乏催化剂。**我们认为中国房地产股估值偏低,现时估值为 4.7 倍 19EPE 或每股资产净值折让 54.8%。此外,2019 年的股息收益率估计为 8.0%。但我们相信中国房地产市场在未来六个月将继续面临挑战,行业短期内未见任何催化剂。

**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	28.25	32.93	买入	195,799	8.7	7.2	7.0	47.04	39.9%
中国海外	688	25.4	29.08	买入	278,288	6.8	6.3	6.0	45.05	43.6%
中海海洋	81	2.48	4.57	买入	8,490	4.5	3.7	2.9	11.43	78.3%
万科	2202	25.55	37.34	买入	299,303	8.8	7.4	6.5	46.68	45.3%
世茂	813	19.44	20.58	持有	64,181	7.4	5.8	5.0	29.40	33.9%
碧桂园	2007	8.95	18.55	买入	193,723	6.4	4.7	4.0	33.72	73.5%
雅居乐	3383	8.82	15.07	买入	34,548	5.0	3.8	3.4	27.40	67.8%
合景泰富	1813	6.71	12.52	买入	21,298	5.1	3.6	3.6	20.15	66.7%
龙湖	960	22.4	21.68	持有	133,020	9.1	7.2	7.3	30.97	27.7%
禹洲地产	1628	3.14	5.19	买入	15,073	3.8	3.1	2.9	8.65	63.7%
中骏置业	1966	2.78	4.73	买入	11,336	3.1	2.7	2.6	7.89	64.8%
龙光地产	3380	9.6	12.16	买入	52,468	7.2	6.1	4.7	20.26	52.8%
时代中国	3381	8.1	9.02	买入	14,891	3.5	3.0	2.3	18.04	55.0%
<b>平均</b>						<b>6.3</b>	<b>5.1</b>	<b>4.7</b>		<b>54.8%</b>

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)

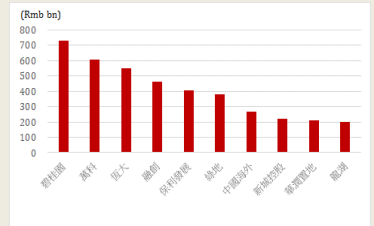
黄程宇

电话: (852) 3761 8773

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

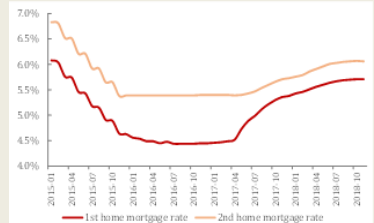
中国房地产行业

**2018 十大房企销售金额**



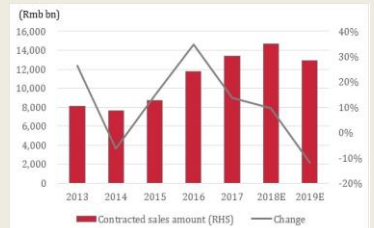
资料来源:克而瑞、招银国际研究预测

**平均房贷利率**



资料来源:Rong360、招银国际研究

**中国房屋销售金额**



资料来源:国家统计局、招银国际研究

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。