

光銀國際研究
中國房地產

陈惠杰
高级分析师

Dominic.chan@cebi.com.hk
(852) 2916-9631

2020年2月21日

主要数据

2020E 平均市盈率 (x)	6.09
2020E 平均市净率 (x)	1.28
2019E 平均股息收益率 (%)	5.15

资料来源：彭博、光银国际

板块表现 (%)

1个月	0.5
3个月	7.6
今年以来	28.0

资料来源：彭博

2020 首季内房销售料受疫情影响;企业流动性为市场重点

- 内房受疫情影响今年首季销售料大降
- 内地政府近日推出支持内房政策
- 内房藉在线及打折销售以应对目前情况
- 1月份企业融资额回落,企业流动性风险为市场关注重点

内房首季销售料受疫情影响大：由于今年农历新年较往年早，加上各地已经开始对新冠肺炎疫情严格防控，多地售楼处关闭，对今年内房企业的1月份销售带来负面影响。根据克而瑞地产研究，内地首100强内房销售企业销售金额为5,097亿元，同比下跌12%。重点房企一月份销售各异，小型发展商销售增长较大，当中，时代中国销售同比增长59.6%，龙光地产同比增长40%。二月份则不容乐观，受新冠肺炎疫情影响，春节周24个城市零成交，总成交同比下降93%；节后的首一周27城零成交，总成交同比下跌95%。

近期内地推出各项支持房地产政策：受疫情影响，内地近日推出多项支持房地产行业政策，当中主要包括：1)可顺延缴纳土地出让金、可减免土地年收益、计划调低企业融资成本等。

内房企业纷纷以在线及打折销售以应对：内房企业纷纷推出政策以应对目前情况。当中包括在线售楼。根据CRIC资料，内房200强中已逾9成公司搭建了线上售楼处。房企一般通过VR看房等技术手段，及透过直线上直播方式售楼。另外，个别内房公司亦进行打折促销活动，以恒大地产为例，以75折售房，与及强调「最低价购房」及「无理由退房」。

今年融资压力较去年大：根据彭博数据显示，房地产企业2020年5,746亿元，较2019年增加了45%，而2021年到期债券量达更达8069亿元人民币，显示今明两年内房融资需求大。另一方面，2020年房企债券到期时间仍主要集中在下半年，预期下半年房企融资压力将加大。

融资成本仍高企：今年1月份融资成本仍然高企，单月融资成本8.34%，同比上升1.4个百分点。境内发债成本4.5%，同比下降0.48个百分点，主要由于期内房企于境内发债较少，当中大部份为大型房企，拖低发债成本。

市场预测2019年每股盈利同比增长16.1%：内房企业将陆续公布2019年全年业绩。根据彭博综合预测，市场预估2019年内房板块收入及盈利分别同比增长24.9%及16.1%；而2020年收入及每股盈利分别同比增长20.7%及19.9%。

1 月份内房销售同比下跌 12%

由于今年农历新年较往年早，加上各地已经开始对新冠肺炎疫情严格防控，多地售楼处关闭，对今年内房企业的 1 月份销售带来负面影响。根据克而瑞地产研究，内地首 100 强内房销售企业销售金额为 5,097 亿元，同比下跌 12%。重点房企一月份销售各异，小型发展商销售增长较大，当中，时代中国销售同比增长 59.6%，龙光地产同比增长 40%。

二月份则不容乐观，受新冠肺炎疫情影响，春节周 24 个城市零成交，总成交同比下降 93%；节后的首一周 27 城零成交，总成交同比下跌 95%。

图表 1： 部份房企 2020 年 1 月份销售

销售金额(亿元人民币)	2020 年 1 月	2019 年 1 月	YOY (%)
碧桂园	329.2	330.7	-0.5%
万科	549.1	488.8	12.3%
中国恒大	405.5	431.7	-6.1%
融创中国	186.3	239.6	-22.2%
中国海外	202.8	290.5	-30.2%
龙湖集团	101.1	149.4	-32.3%
世茂房地产	102.0	115.2	-11.4%
新城发展	112.0	109.6	2.2%
时代中国	66.7	41.8	59.6%
龙光地产	60.9	43.5	40.0%
旭辉控股	98.0	90.1	8.8%

资料来源：公司资料、光银国际

图表 2： 部份房企 2019 年销售及目标完成率 (%)

销售金额(亿元人民币)	2019 年 1-12 月	2019 年销售目标	目标完成率 (%)
碧桂园	5522.0	---	---
万科	6308.4	---	---
中国恒大	6010.6	6000.0	100.2%
融创中国	5562.1	5500.0	101.1%
中国海外	3771.7	3500.0	107.8%
华润置地	2425.0	2420.0	100.2%
龙湖集团	2425.0	2200.0	110.2%
世茂房地产	2600.7	2100.0	123.8%
新城发展	2708.0	2700.0	100.3%
时代中国	783.6	750.0	104.5%
龙光地产	960.2	850.0	113.0%
旭辉控股	2006.0	1900.0	105.6%

资料来源：公司资料、光银国际

近期内地推出各项支持房地产政策

受疫情影响，内地近日推出多项支持房地产行业政策，包括：

1. 无锡、西安、南昌、南京等地发布支持房地产企业平稳发展政策，包括延长土地出让金、税款缴纳限期、工期合同延期等。
2. 要求银行不可盲目抽贷支持房企稳定经营。
3. 西安、南昌将土地保证金比例降至两成，无锡放松预售资金监管、放宽预售条件。
4. 发改委公布，对于已取得外债备案登记的企业未能在有效期内发行外债，可延期六个月。
5. 市场传出人民银行拟调整宏观审慎评估体系中的房地产信贷相关考核指标，仅考核房地产广义信贷。
6. 财政部联合多部门：首次实施专项再贷款与财政贴息 企业融资成本将降至 1.6%以下。财政部副部长余蔚平在发布会上介绍，企业的融资成本显著降低，企业的实际融资成本会降至 1.6%以下。发展改革委、工信部负责重点企业名单管理，央行提供专项再贷款，中央财政贴息，金融机构严格审批、从快放贷，审计署强化监管，各个部门形成工作合力。

内房企业纷纷以在线及打折销售以应对

内房企业纷纷推出政策以应对目前情况。当中包括在线售楼。目前内房企业均改为在线售楼。根据 CRIC 资料，内房 200 强中已逾 9 成公司搭建了线上售楼处。房企一般通过 VR 看房等技术手段，及透过直线上直播方式售楼。

另外，个别内房公司亦进行打折促销活动，以恒大地产为例，以 75 折售房，与及强调「最低价购房」及「无理由退房」。

虽然内房企业冀望以在线售楼减少疫情带来的冲击，但实际上带来的成效或有限，预期首季房地产销售将大幅减少。不过，这个并不代表全年销售会受影响，预期下半年内房将再加大力度销售，届时，打折促销或成今年的大概率事件。

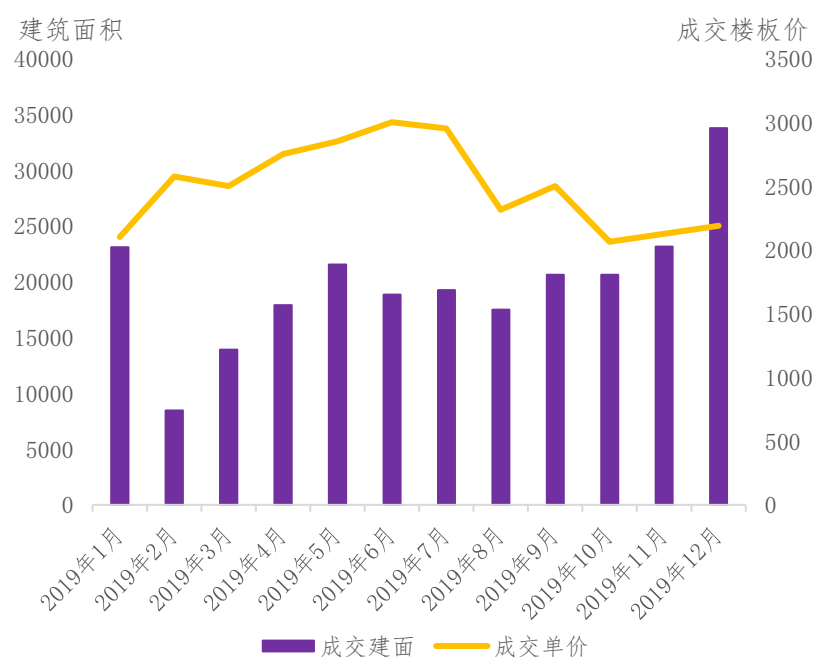
1 月份土地成交同比减少三成

土地成交方面，去年 12 月全国土地市场成交量急速上升，而成交价格也有所上升。2019 年全国 300 监测城市共成交 5072 幅土地，同比上升 23%；而 2019 年土地成交总面积亦达到 3.3 亿平方米，同比上升 15%。12 月份成交楼板价亦达到 2265 元/平方米，环比上升达 6%。虽然 2019 年 12 月份成交量有急升，但

2019 年整体成交规模亦较 2018 年有所下降。12 月成交溢价率为 7.7%，环比下降 0.3%，土地拍卖热度仍然维持较冷的水平。

踏入 2020 年，土地拍卖仍未完全回暖。根据 CRIC 资料，2020 年 1 月份全国土地市场成交建筑面积为 16,942 万平方米，同比及环比均下跌逾 3 成，成交总额 3786 亿元，环比下跌六成，同比下跌 19%。而受疫情影响，2 月份多个地方政府均暂停土地拍卖，预期 2 月份土地市场成交量将急速下滑。

图表 3：监测城市经营性用地月度供应与成交情况（单位：万平方米，元/平方米）



资料来源：CRIC、光银国际

1 月份企业融资负面影响相对轻微但 2 月份不乐观

根据 CRIC 统计，2020 年 1 月份内房企业融资总额 1810.1 亿元，同比下降 14.3%，其中，境内外发债总量为 1316.6 亿元人民币，同比下降 5.5%，1 月份影响相对轻微。虽然 2 月仍未完结，但在疫情爆发影响下，由 1 月 25 日至 2 月 10 日共 17 天的春节期间，房企发债融资量相对于 2019 年春节时间下跌逾八成，预期疫情将继续影响 2 月份房企的发债量。

去年 12 月发债融资息率 9.05%，环比上升 2.47 个百分点，其中境外债券单月融资成本 10.66%，环比上升 3.48 个百分点。整体的上升主要是由于中小房企的融资成本不断提高，发行数额较大的高成本境外债，应付资金需要并减轻融资压力。

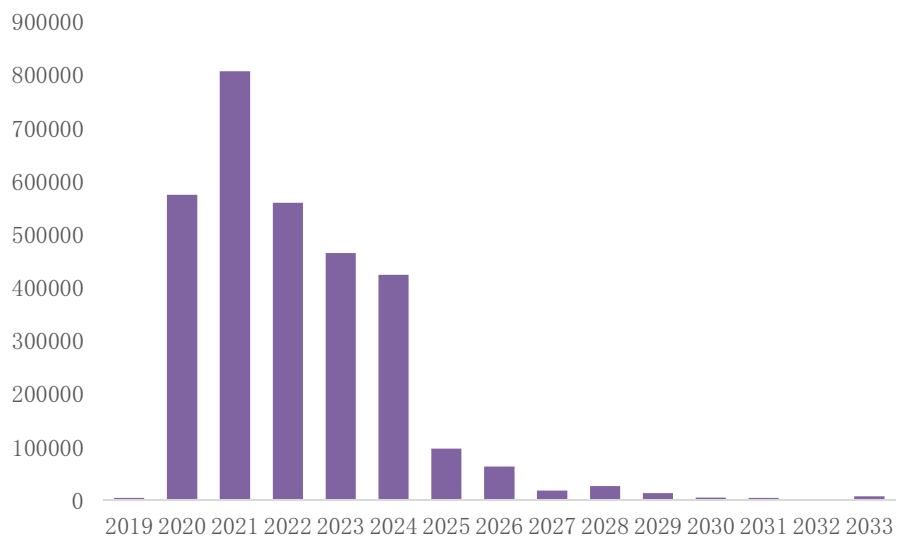
今年1月份融资成本仍然高企，单月融资成本8.34%，同比上升1.4个百分点。境内发债成本4.5%，同比下降0.48个百分点，主要由于期内房企于境内发债较少，当中大部份为大型房企，拖低发债成本。

今明两年内房融资需求大

根据彭博数据显示，房地产企业2020年5,746亿元，较2019年增加了45%，而2021年到期债券量达更达8069亿元人民币，显示今明两年内房融资需求大。

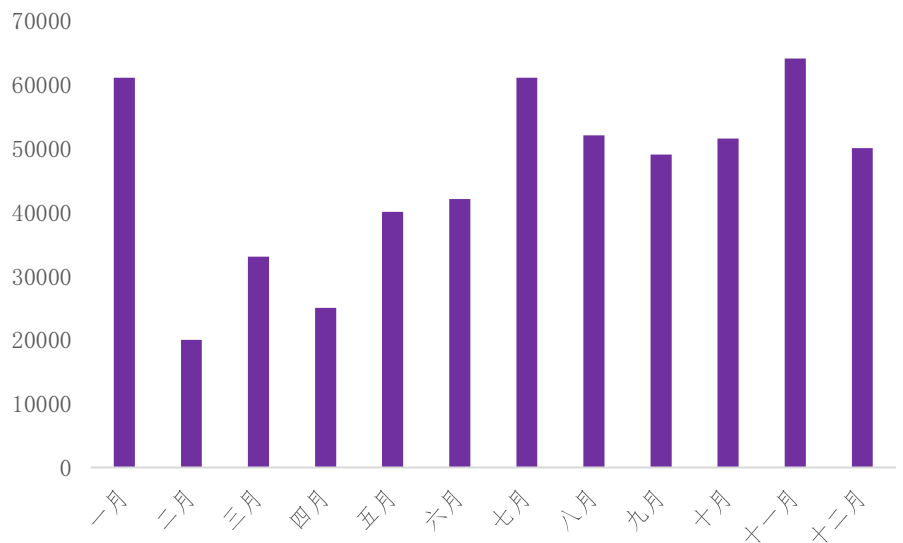
当中，除1月份外，下半年为债券到期的高峰，因此，虽然房企发债减少，销售减慢，但企业流动性风险仍相对可控。

图表 4：房地产企业 2019-2033 年到期债券量(百万元人民币)



资料来源：彭博、光银国际

图表 5：房地产企业 2020 年按月到期债券量(百万元人民币)



资料来源：彭博、光银国际

2019 年房地产开发投资缓和下行

根据国家统计局数据显示，2019 年全国房地产开发投资 13.22 万亿元，同比增长 9.9%，增速较 1 至 11 月而言回落 0.3 个百分点。其中按构成分，建筑工程投资额占整体房地产开发投资额比重为 56.9%，土地购置费用占 31.5%，两者都保证了整体开发投资额的增长。

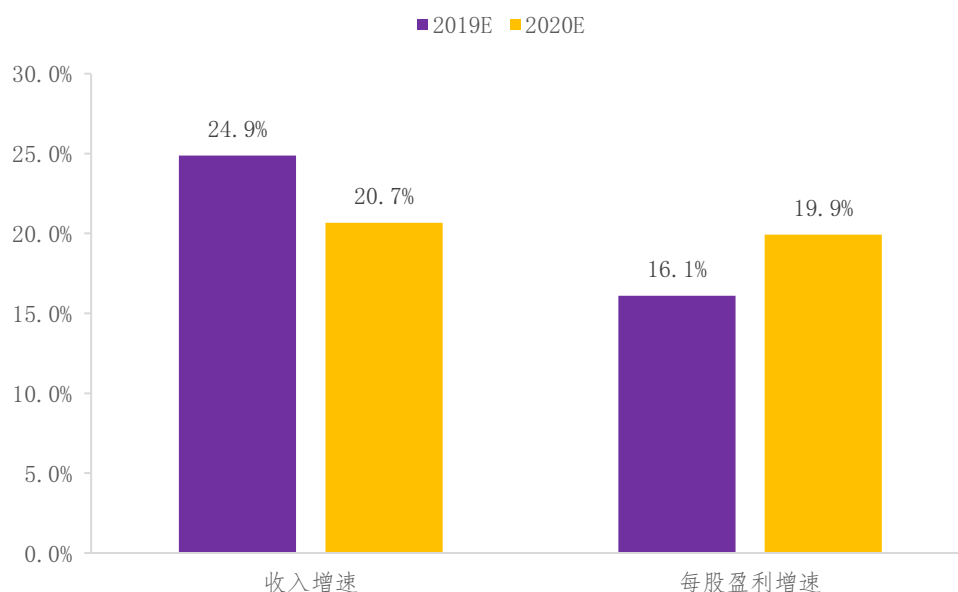
于此同时，2019 年全国房屋新开工面积同比增长 8.5%，增幅回落 0.12 个百分点。房屋竣工面积增加 2.6%，两者之间的“剪刀差”为 5.95 个百分点，较 1 至 10 月收窄 10 个百分点。如果新开工面积持续减少，竣工面积逐步提升的话，涉及到房地产开发投资中的建筑工程投资额将会减少，从而可能会导致房地产开发投资增速继续放缓。

展望 2020 年首季度，全国房屋新开工面积将受到负面影响，受防疫要求影响，大部份地产企业都集中在 2 月 17 日复工，部份在 2 月 20 日才复工，将影响工程进度。

市场预测 2019 年每股盈利同比增长 16%

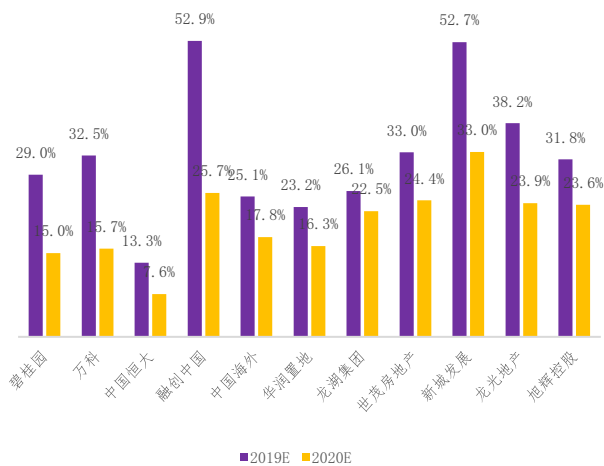
内房企业将陆续公布 2019 年全年业绩。根据彭博综合预测，市场预估 2019 年内房板块收入及每股盈利分别同比增长 24.9% 及 16.1%；而 2020 年收入及每股盈利分别同比增长 20.7% 及 19.9%。

图表 6: 内房板块（主要股份）盈利预测 (%)



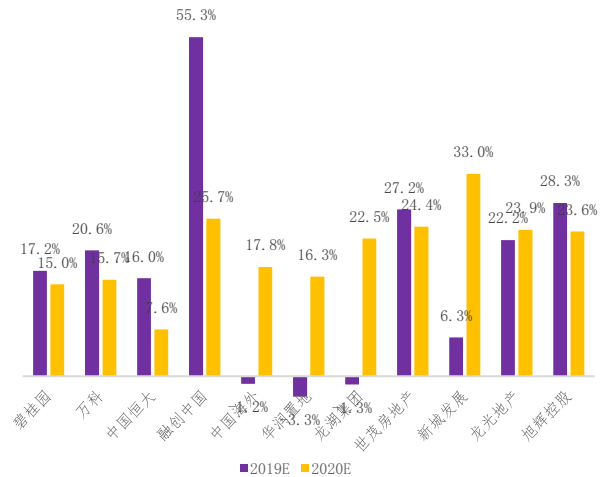
资料来源：彭博、光银国际

图表 7：2019 及 2020 年重点内房板块收入增速



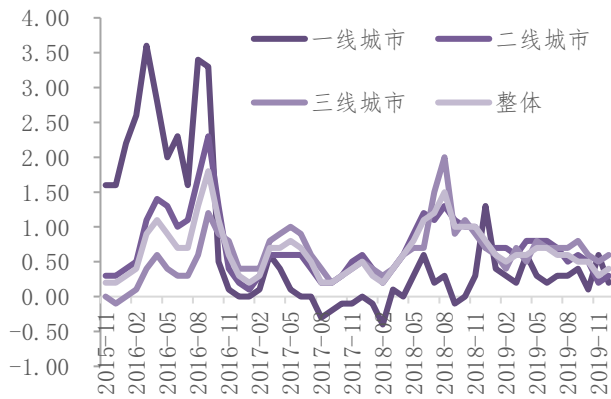
资料来源：彭博、光银国际

图表 8：2019 及 2020 年重点内房板块盈利增速



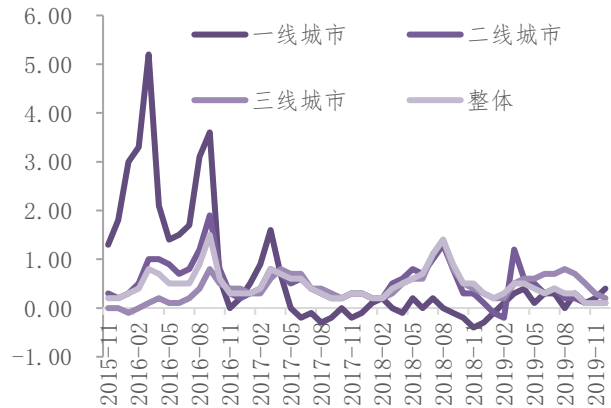
资料来源：彭博、光银国际

图表 9：70 个大中城市新建商品房价格环比指数



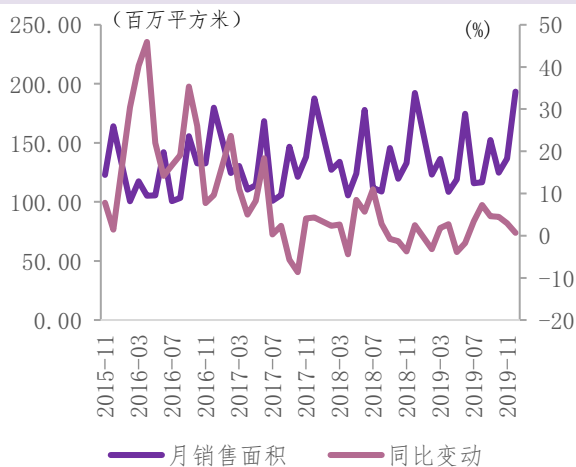
资料来源：国统局、光银国际

图表 10：70 个大中城市二手住宅价格环比指数



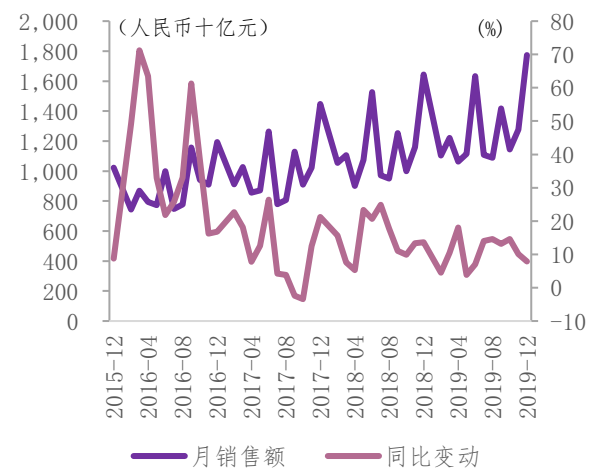
资料来源：国统局、光银国际

图表 11：住房销售面积



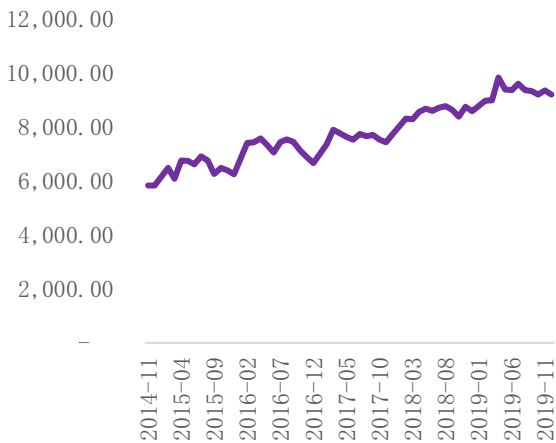
资料来源：国统局、光银国际

图表 12：住房销售额



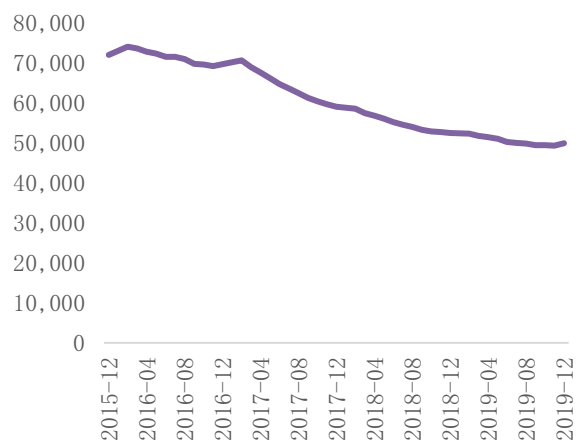
资料来源：国统局、光银国际

图表 13: 商品房销售价格 (元每平方米)



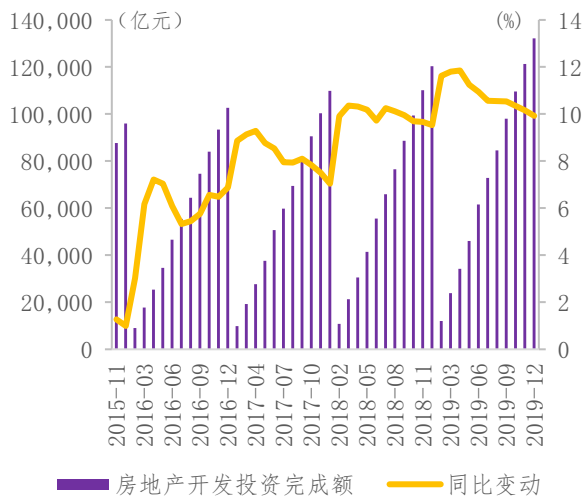
资料来源: 国统局、光银国际

图表 14: 商品房待售面积 (万平方米)



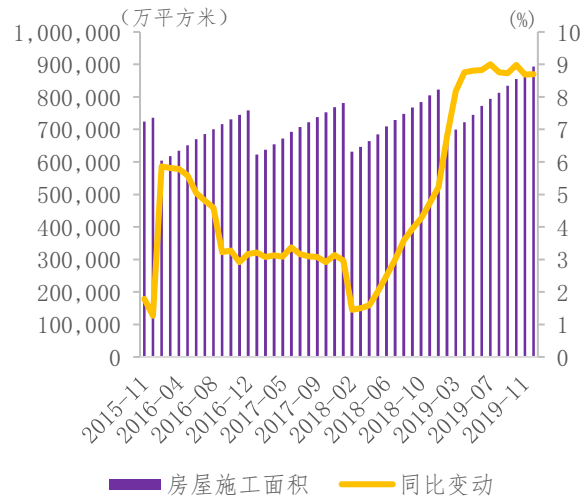
资料来源: 国统局、光银国际

图表 15: 房地产开发投资完成额



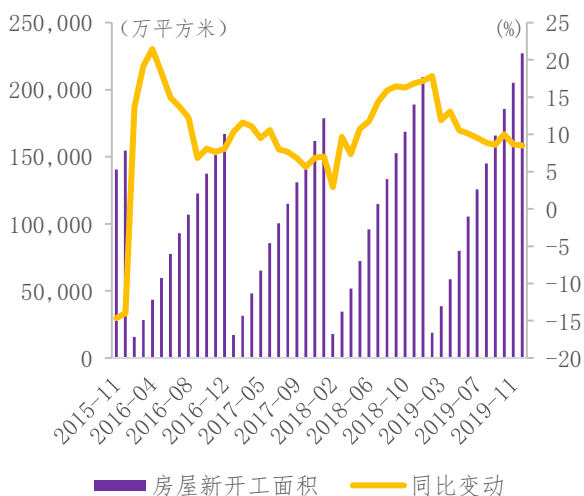
资料来源: 国统局、光银国际

图表 16: 房屋施工面积



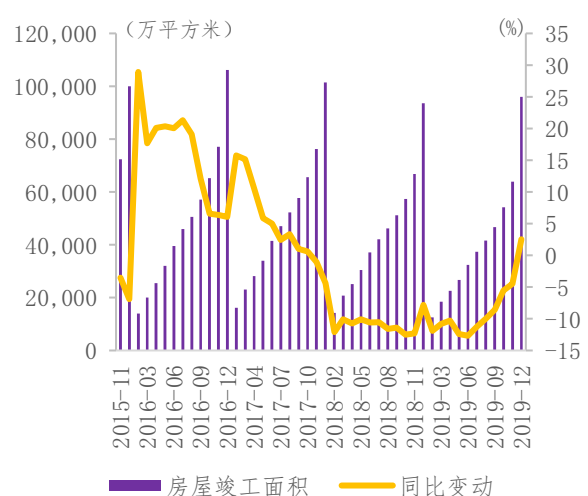
资料来源: 国统局、光银国际

图表 17: 房屋新开工面积



资料来源: 国统局、光银国际

图表 18: 房屋竣工面积



资料来源: 国统局、光银国际

图表 19：重点内房企业估值表（截至 2020 年 2 月 20 日）

代码	名称	股价(当地货币)	市盈率			市账率			股息率
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E
内房股									
2007 HK EQUITY	碧桂园	10.72	5.62	5.14	4.47	1.60	1.37	1.11	6.05
2202 HK EQUITY	万科	30.9	8.52	7.57	6.52	1.88	1.66	1.40	4.42
3333 HK EQUITY	中国恒大	18.82	5.57	5.07	4.71	1.52	1.41	1.20	10.45
1918 HK EQUITY	融创中国	42.95	9.56	6.59	5.28	2.72	2.16	1.61	3.25
688 HK EQUITY	中国海外发展	27.75	6.77	6.89	5.83	1.01	0.95	0.84	3.91
1109 HK EQUITY	华润置地	35.6	8.58	9.63	8.20	1.54	1.42	1.27	3.62
960 HK EQUITY	龙湖集团	36.9	11.19	12.16	9.96	2.36	2.14	1.87	3.63
813 HK EQUITY	世茂房地产	27.8	8.86	7.48	6.07	1.33	1.21	1.07	5.25
1030 HK EQUITY	新城发展	8.4	6.16	6.25	4.84	2.38	1.74	1.31	5.20
884 HK EQUITY	旭辉控股集团	6.14	7.40	6.21	4.98	1.60	1.37	1.14	5.67
平均数			7.82	7.30	6.09	1.79	1.54	1.28	5.15

资料来源：彭博、光银国际

行业风险

行业风险包括 1) 人民币汇率持续走弱，2) 销售增长低于预期，3) 房屋政策变动，4) 内地改变宽松货币政策。

重要披露及免责声明

本报告由光银国际资本有限公司(“光银国际资本”)撰写生产和分发,并由香港证监会监管。本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息,光银国际资本及其附属公司(统称为“光银国际”)力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。

本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要,并不构成个人投资建议,客户据此投资,责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。光银国际及其各自的公司董事、员工及代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。

本报告的内容不代表光银国际的建议,也不构成与上述有关证券的任何买卖/交易协议。本报告不拟作为买入或卖出要约,也不打算招揽购买或出售上述证券。证券价格可能上下波动。可能变得毫无价值。购买和出售证券可能会产生损失,而不是利润。

研究报告所载的资料及意见,如有任何更改,本司将不作另行通知。此外,光银国际的销售人员,交易员或其他持牌人员可能提供口头或书面市场评论或交易想法,这些意见可能与本报告中提出的建议和意见不一致,并得出不同的结论。光银国际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。

本报告仅向特定客户传送,未经光银国际书面授权许可,任何人不得引用、转载以及向第三方传播,否则可能将承担法律责任。在一些司法管辖区内,针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取管道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令光银国际受制于任何注册或领牌规定,则本研究报告不适用于该等司法管辖区内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

本报告仅提供给香港客户,不会提供给美国客户。编制本报告的分析师未在美国注册或获得美国金融业监管局的分析师资格。

特殊披露

分析师，陈惠杰(香港证监会中央编号:APP609)作为香港证监会持牌人及本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析师之个人意见。分析师亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析师并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析师及分析师之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级定义

买入	未来十二个月预期回报高于 10%
持有	未来十二个月预期回报在-10%和 10%之间
卖出	未来十二个月预期回报低于-10%

股票评级的解释：(i) 买入：股票投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 持有：股票投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间及(iii) 卖出：股票投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%

行业评级的解释 (i) 超配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 中性：行业投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间；(iii) 低配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%及(iv) 未评级：光银国际并未给予行业投资评级

光银国际可能在过去 12 个月内与报告中公司有投资银行业务或其他业务关系（如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或自营买卖证券），同时亦有可能持有财务权益及/或证券/或衍生工具。投资者务请注意光银国际或会存在利益冲突，可能影响本报告的客观性。

版权所有光银国际。未经光银国际书面许可，禁止任何形式的发布，转载，发行，引用。