

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6月18日

主要数据

2020E 平均市盈率 (x)	5.5
2020E 平均市净率 (x)	0.99
2020E 平均股息收益率 (%)	7.3

资料来源：彭博、光银国际

板块表现 (%)

1个月	2.3
3个月	12.8
今年以来	-13.6

资料来源：彭博

内地五月份房屋销售大举回升

- 内地五月份房屋销售大举回升
- 一线城市新建商品住宅价格环比上升 0.7%
- 内地房地产市场已逐步恢复至正常水平
- 5月份内房销售表现分化
- 内房企业首5个月份销售占全年销售目标介乎 10%至 22%左右

内地五月份房地产销售大举回升：根据国家统计局资料，5月份全国商品房销售面积达 14,730 万平方米，同比增长 9.7%。今年 1—5 月份，商品房销售面积 48,703 万平方米，同比下降 12.3%，降幅比 1—4 月份收窄 7.0 个百分点。5 月份商品房销售金额 14,406 亿元，同比增长 14%。今年 1—5 月份商品房销售额 46,269 亿元，下降 10.6%，降幅较 1—4 月份收窄 8.0 个百分点。

一线城市新建商品住宅价格环比上升 0.7%：5 月份 4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上升 0.7%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点。31 个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点；35 个三线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。

内地房地产市场已逐步恢复至正常水平：2020 年首 5 个月全国房地产开发投资 45,920 亿元，同比下降 0.3%，降幅较今年首 4 个月收窄 3 个百分点。今年 5 月份房屋新开工面积 21,765 万平方米，环比增加 11%，同比增加 2.51%。首 5 个月房屋新开工面积同比下跌 12.8%，跌幅较 1-4 月收窄 5.6 个百分点。今年首五个月房屋施工面积同比增加 2.3%，增幅较 1-4 月收窄 0.2 个百分点。整体而言，内地房地产在新开工，销售等几方面已逐步恢复至正常水平，多项数据已转为正增长。

5 月份内房销售表现分化：根据各上市内房企业，内房企业 5 月份销售情况普遍理想，但个别公司销售表现较为分化。当中，以世茂房地产销售较佳，5 月份销售金额同比增长 36.7%，旭辉控股同比增长 26.5%。不过，中国海外销售较为逊色，5 月份销售同比下降 19.5%，今年首五个月销售亦录得 20%跌幅。

内房首五月份销售占全年销售目标普遍低于四成：五月份内房平均售价跌幅普遍较今年首五月份时收窄，部份如龙光地产升幅更扩大。今年销售目标方面，以中国恒大完成率较高，并已完成今年全年销售目标的 42%。而其他重点内房企业今年首五个月销售占全年销售目标的约 24%至 34%。

五月内地房地产市场销售大举回升

根据国家统计局资料，5月份全国商品房销售面积达14,730万平方米，同比增长9.7%。今年1—5月份，商品房销售面积48,703万平方米，同比下降12.3%，降幅比1—4月份收窄7.0个百分点。其中，住宅销售面积下降11.8%，办公楼销售面积下降26.7%，商业营业用房销售面积下降21.7%。

5月份商品房销售金额14,406亿元，同比增长14%，销售金额同比增长高于销售面积，显示房价有所回升。今年1-5月份商品房销售额46,269亿元，下降10.6%，降幅较1—4月份收窄8.0个百分点。其中，住宅销售额下降8.4%，办公楼销售额下降35.3%，商业营业用房销售额下降26.6%。

5月份内房销售表现分化

根据各上市内房企业，内房企业5月份销售情况普遍理想，但个别公司销售表现较为分化。当中，以世茂房地产销售较佳，5月份销售金额同比增长36.7%，旭辉控股同比增长26.5%。不过，中国海外销售较为逊色，5月份销售同比下降19.5%，今年首五个月销售亦录得20%跌幅。

图表 1: 部份房企 2020 年首 5 个月销售情况

销售金额(亿元人民币)	2020年1-5月	2019年1-5月	YOY (%)	2020年5月	2019年5月	YOY (%)
碧桂园	2059.9	2215.6	-7.0%	561.1	543.3	3.3%
万科	2471.1	2676.0	-7.7%	612.8	579.9	5.7%
中国恒大	2727.9	2315.4	17.8%	602.2	535.3	12.5%
融创中国	1407.1	1633.7	-13.9%	451.8	443.8	1.8%
中国海外	1144.5	1430.2	-20.0%	267.8	332.9	-19.5%
龙湖集团	823.2	841.9	-2.2%	221.1	201.1	9.9%
世茂房地产	802.7	719.6	11.5%	220.2	161.0	36.7%
新城发展	714.6	928.7	-23.1%	224.1	247.6	-9.5%
时代中国	246.1	251.4	-2.1%	75.2	59.9	25.5%
龙光地产	372.5	344.4	8.2%	115.6	101.3	14.1%
旭辉控股	556.0	660.9	-15.9%	202.0	159.7	26.5%

资料来源：公司资料、光银国际

图表 2： 部份房企 2020 年首 5 个月销售平均售价

销售金额(亿元人民币)	2020 年 1-5 月	2015 年 1-5 月	YOY (%)	2020 年 5 月	2019 年 5 月	YOY (%)
碧桂园	8387.2	9005.9	-6.9%	8437.6	9328.4	-9.5%
万科	15685.5	16112.7	-2.7%	15842.8	15844.3	0.0%
中国恒大	9069.4	10744.4	-15.6%	9458.1	10761.5	-12.1%
融创中国	13766.8	15560.5	-11.5%	14127.6	14565.1	-3.0%
中国海外	18255.7	21325.4	-14.4%	18103.4	20341.4	-11.0%
龙湖集团	16973.2	16030.1	5.9%	17139.5	16497.1	3.9%
世茂房地产	17519.3	17871.6	-2.0%	17473.0	18013.4	-3.0%
新城发展	10923.5	11664.3	-6.4%	10990.0	12180.4	-9.8%
时代中国	13893.8	15053.9	-7.7%	14517.4	15012.5	-3.3%
龙光地产	15411.7	13548.4	13.8%	16420.5	13294.0	23.5%
旭辉控股	16649.2	17145.3	-2.9%	17797.4	15749.5	13.0%

资料来源：公司资料、光银国际

五月份内房平均售价跌幅普遍较今年首五月份时收窄，部份如龙光地产升幅更扩大。

今年销售目标方面，以中国恒大完成率较高，并已完成今年全年销售目标的 42%。而其他重点内房企业今年首五个月销售占全年销售目标的约 24%至 34%。

图表 3： 部份内房企 2020 年首五个月销售目标完成率(%)

销售金额(亿元人民币)	2020 年 1-5 月	2020 年销售目标	目标完成率(%)
碧桂园	2059.9	---	---
万科	2471.1	---	---
中国恒大	2727.9	6500.0	42.0%
融创中国	1407.1	6000.0	23.5%
中国海外	1144.5	4000.0	28.6%
龙湖集团	823.2	2600.0	31.7%
世茂房地产	802.7	3000.0	26.8%
新城发展	714.6	2500.0	28.6%
时代中国	246.1	823.0	29.9%
龙光地产	372.5	1100.0	33.9%
旭辉控股	556.0	2300.0	24.2%

资料来源：公司资料、光银国际

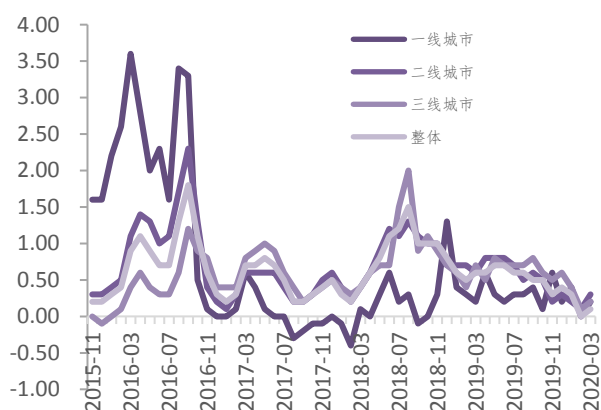
2020年5月份房地产投资跌幅逐月收窄

按国家统计局公布的数据，5月份，4个一线城市新建商品住宅销售价格环比上升0.7%，涨幅比上月扩大0.5个百分点。31个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.6%，涨幅比上月扩大0.1个百分点；35个三线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.7%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。

5月份，一线、二线及三线城市新建商品住宅销售价格分别同比上涨2.9%，5.4%及4.8%。

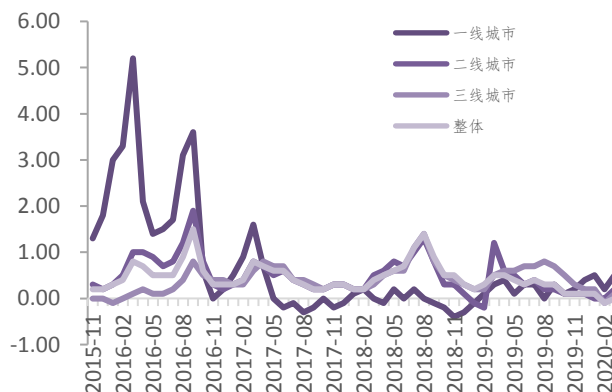
2020年首5个月全国房地产开发投资45,920亿元，同比下降0.3%，降幅较今年首4个月收窄3个百分点。今年5月份房屋新开工面积21,765万平方米，环比增加11%，同比增加2.51%。首5个月房屋新开工面积同比下跌12.8%，跌幅较1-4月收窄5.6个百分点。今年首五月个月房屋施工面积同比增加2.3%，增幅较1-4月收窄0.2个百分点。

图表4：70个大中城市新建商品房价格环比指数



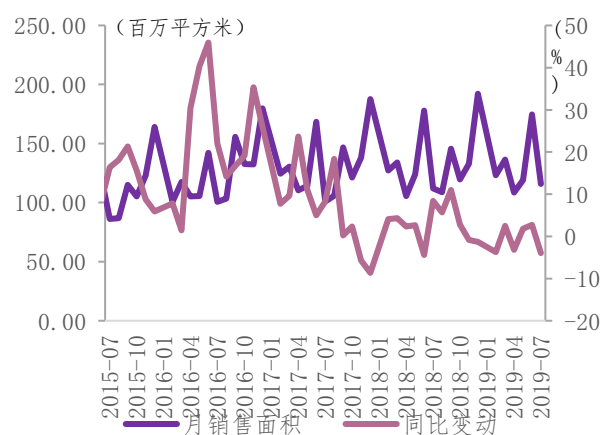
资料来源：国统局、光银国际

图表5：70个大中城市二手住宅价格环比指数



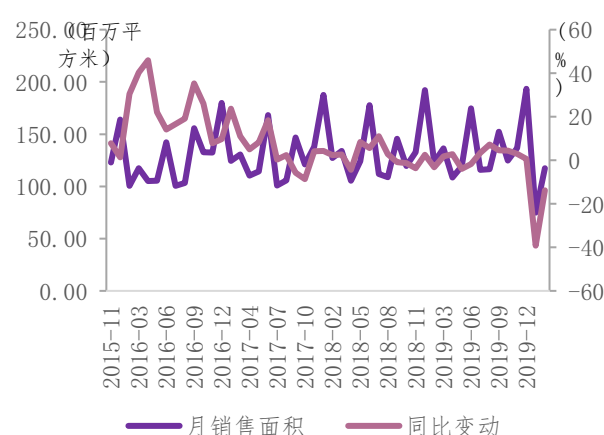
资料来源：国统局、光银国际

图表6：住房销售面积



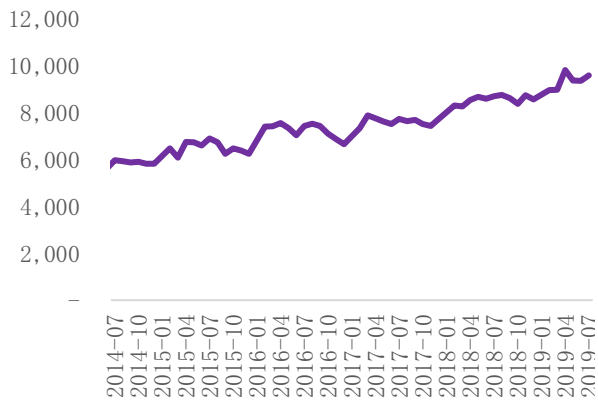
资料来源：国统局、光银国际

图表7：住房销售额



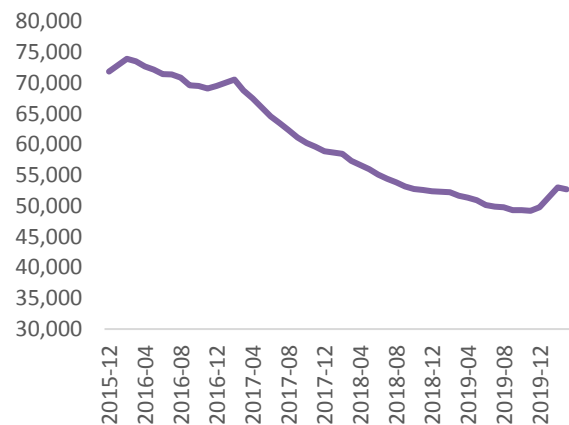
资料来源：国统局、光银国际

图表 8：商品房销售价格（元每平方米）



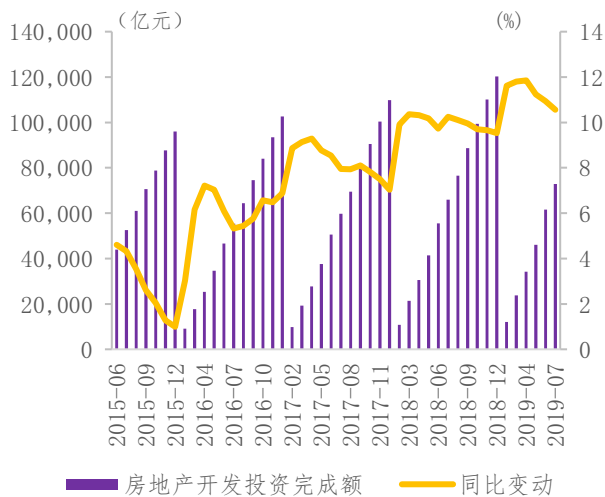
资料来源：国统局、光银国际

图表 9：商品房待售面积（万平方米）



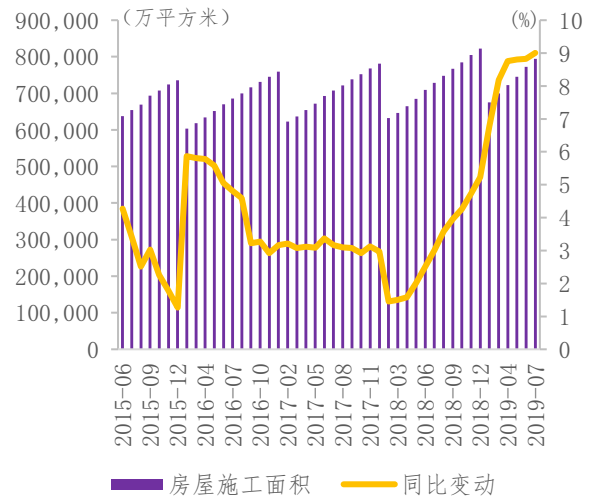
资料来源：国统局、光银国际

图表 10：房地产开发投资完成额



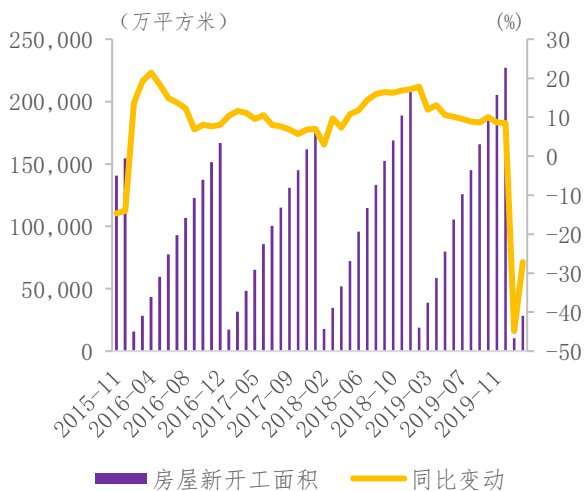
资料来源：国统局、光银国际

图表 11：房屋施工面积



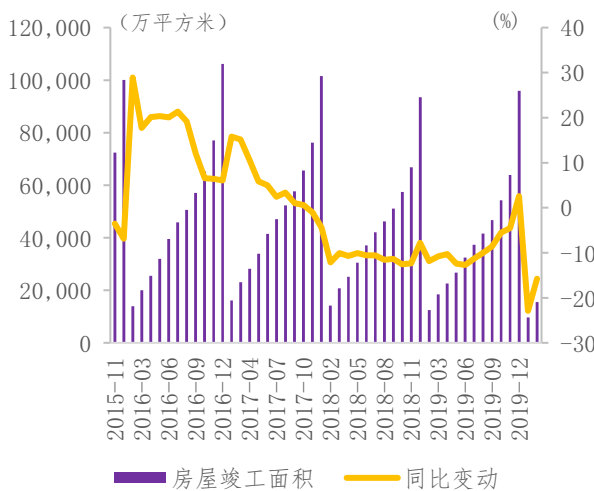
资料来源：国统局、光银国际

图表 12：房屋新开工面积



资料来源：国统局、光银国际

图表 13：房屋竣工面积



资料来源：国统局、光银国际

图表 14: 重点内房企业估值表 (截至 2020 年 6 月 17 日)

代码	名称	股价(当地货币)	2019	市盈率 2020E	2021E	股息率 2020E	ROE 2020E	市值 (百万港元)
内房股								
2202 HK EQUITY	万科	25.05	6.47	5.87	5.19	5.34	4.55	4.06
688 HK EQUITY	中国海外发展	24.8	5.78	6.21	5.40	4.61	5.82	5.09
1109 HK EQUITY	华润置地	32.45	6.95	8.37	7.22	4.08	6.85	5.95
2007 HK EQUITY	碧桂园	9.98	4.76	4.34	3.88	7.09	3.87	3.51
960 HK EQUITY	龙湖集团	37.65	12.50	10.81	9.07	4.12	8.42	7.36
813 HK EQUITY	世茂房地产	32.7	8.71	7.99	6.53	5.03	6.75	5.58
2777 HK EQUITY	富力地产	9.05	2.66	2.69	2.23	15.54	7.84	6.81
3377 HK EQUITY	远洋集团	1.91	6.62	5.11	4.39	8.48	8.73	7.91
1918 HK EQUITY	融创中国	33.8	6.25	4.56	3.80	4.64	10.45	8.55
3383 HK EQUITY	雅居乐集团	9.07	4.60	4.28	3.84	11.25	6.16	5.42
3333 HK EQUITY	中国恒大	19.74	13.36	6.93	6.03	5.91	9.51	8.21
1233 HK EQUITY	时代中国控股	13.8	4.25	3.85	3.23	7.93	5.72	4.87
123 HK EQUITY	越秀地产	1.42	5.15	4.85	4.18	8.09	7.68	6.81
3883 HK EQUITY	中国奥园	8.64	5.03	3.45	2.71	10.69	4.77	3.77
1813 HK EQUITY	合景泰富集团	12.5	3.85	5.67	4.29	7.73	10.35	7.11
1638 HK EQUITY	佳兆业集团	3.19	6.66	3.56	2.91	5.66	10.30	8.19
3380 HK EQUITY	龙光地产	13.22	6.38	5.31	4.45	7.23	5.19	4.30
平均数			6.47	5.52	4.67	7.26	7.23	

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。