

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7月20日

主要数据

2020E 平均市盈率 (x)	5.3
2020E 平均市净率 (x)	1.1
2020E 平均股息收益率 (%)	7.2

资料来源：彭博、光银国际

板块表现 (%)

1个月	1.3
3个月	4.1
今年以来	-11.9

资料来源：彭博

上半年内房销售整体向好；内地各城加大楼市调控措施

- 内地房地产市场今年上半年整体数据回稳
- 6月份内房销售回復強勁增長
- 今年上半年内房销售表现仍然较为分化
- 今年上半年以中国恒大达成销售目标率较高
- 7月起内地多个城市推出调控楼市措施

内地房地产市场今年上半年整体数据回稳：上半年全国房地产开发投资 62,780 亿元，同比增长 1.9%，首五个月同比下降 0.3%。上半年房地产开发土地购置面积 7,965 万平方米，同比下降 0.9%，降幅比首 5 月份收窄 7.2 个百分点。上半年商品房销售面积 69,404 万平方米，同比下降 8.4%，降幅较首 5 个月收窄 3.9 个百分点。商品房销售额 66,895 亿元，下降 5.4%，降幅比首五月份收窄 5.2 个百分点。

6月份内房销售回復強勁增長：根据各上市内房企业，今年 6 月份内房销售強勁，而且 6 月份销售较今年上半年为佳。整体而言，今年 6 月份绝大部分内房企业均录得正同比增长，当中，绿城中国 6 月份销售同比增长 107%，6 月份表现较同业优胜，其次为融创中国，6 月份销售同比增长 95.7%。

今年上半年内房销售表现仍然较为分化：不过，6 月份内房表现仍有较大差别。部份内房企业销售录得同比下跌，包括远洋地产、龙光地产、富力地产、新城发展及首创置业。总结今年上半年，部份内房企业录得双位数增长，当中，表现较佳的包括中国恒大、绿城中国、禹州集团及中国金茂。至于今年上半年表现较差为远洋集团，同比销售下跌 30.3%，新城发展同比下跌 20.3%。

今年上半年以中国恒大达成销售目标率较高：部份重点内房企业方面，以中国恒大今年上半年销售目标完成率较高，并已完成今年全年销售目标的 53.7%，中国恒大管理层重申对今年能达成全年经营目标充满信心。至于其他重点内房企业，今年上半年销售占全年销售目标的约 32.5%至 43%。当中，融创中国今年上半年销售占全年销售目标的 32.5%，相对较低。

7月起内地多个城市推出调控楼市措施：7月以来，内地多个地方公布多项楼市调控措施，包括：杭州市、东莞市、宁波市及深圳市等。因此，虽然今年 6 月份内房销售強勁，但内地为防止楼市过热，纷纷出台调控政策，预期下半年内房销售仍将保持平稳。

6 月份内房销售回復強勁增長

图表 1: 香港上市房企 2020 年上半年销售情况

销售金额(亿元人民币)	2020 年 1-6 月	2019 年 1-6 月	YOY (%)	2020 年 6 月	2019 年 6 月	YOY (%)
碧桂园	2669.5	2819.5	-5.3%	609.6	603.9	0.9%
万科	3204.8	3339.9	-4.0%	733.7	663.9	10.5%
中国恒大	3488.4	2818.0	23.8%	760.5	502.6	51.3%
融创中国	1952.8	2141.6	-8.8%	545.7	507.9	7.4%
中国海外	1720.1	1942.0	-11.4%	575.6	511.9	12.5%
龙湖集团	1111.0	1056.2	5.2%	287.8	214.3	34.3%
世茂房地产	1104.7	1003.4	10.1%	302.0	283.8	6.4%
新城发展	975.2	1224.2	-20.3%	260.7	295.5	-11.8%
时代中国	325.7	312.3	4.3%	79.6	60.9	30.7%
龙光地产	463.5	453.0	2.3%	91.0	108.6	-16.2%
旭辉控股	807.3	884.3	-8.7%	251.3	223.4	12.5%
中国奥园	508.7	536.5	-5.2%	175.9	153.0	15.0%
越秀地产	375.6	368.2	2.0%	117.3	80.3	46.0%
正荣地产	559.9	586.1	-4.5%	151.1	127.2	18.8%
雅居乐集团	474.4	578.8	-18.0%	148.9	124.1	20.0%
首创置业	337.1	405.4	-16.8%	140.5	157.2	-10.6%
中骏集团控股	400.8	370.1	8.3%	119.3	102.2	16.8%
绿城中国	674.0	504.0	33.7%	238.0	115.0	107.0%
中梁控股	677.0	636.7	6.3%	247.0	-	-
佳兆业集团	360.3	346.9	3.9%	89.7	68.8	30.4%
禹州集团	428.5	284.7	50.5%	121.1	71.8	68.6%
建业地产	429.5	395.8	8.5%	135.8	137.0	-0.9%
富力地产	510.5	602.2	-15.2%	145.1	159.9	-9.3%
德信中国	257.1	218.2	17.8%	83.8	49.0	71.1%
合景泰富集团	367.6	360.4	2.0%	80.6	75.5	6.7%
宝龙地产	315.3	292.0	8.0%	103.2	66.8	54.5%
融信中国	603.6	566.8	6.5%	196.3	100.3	95.7%
远洋集团	418.4	599.9	-30.3%	100.8	167.0	-39.6%
弘阳地产	315.7	302.5	4.4%	109.3	99.1	10.3%
中国金茂	1028.8	784.6	31.1%	376.4	240.0	56.8%

资料来源: 公司资料、光银国际

根据各上市内房企业，今年6月份内房销售明显改善，而且6月份销售较今年上半年为佳。整体而言，今年6月份绝大部分内房企业均录得正同比增长，当中，绿城中国6月份销售同比增长107%，6月份表现较同业优胜，其次为融信中国，6月份销售同比增长95.7%。

不过，6月份内房表现仍有较大差别。部份内房企业销售录得同比下跌，包括远洋地产、龙光地产、富力地产、新城发展及首创置业。

总结今年上半年，部份内房企业录得双位数增长，当中，表现较佳的包括中国恒大、绿城中国、禹州集团及中国金茂。至于今年上半年表现较差为远洋集团，同比销售下跌30.3%，新城发展同比下跌20.3%。

图表 2：重点房企 2020 年上半年平均销售售价

销售金额(亿元人民币)	2020年1-6月	2019年1-6月	YOY (%)	2020年6月	2019年6月	YOY (%)
碧桂园	8381.5	9023.6	-7.1%	8362.1	9089.2	-8.0%
万科	15430.7	15533.7	-0.7%	14630.1	13568.4	7.8%
中国恒大	9030.1	10756.5	-16.1%	8891.6	10812.4	-17.8%
融创中国	13914.8	15325.6	-9.2%	14311.6	14615.8	-2.1%
中国海外	18026.2	21070.6	-14.4%	17586.6	20390.0	-13.7%
龙湖集团	16972.2	16229.3	4.6%	16969.3	17062.1	-0.5%
世茂房地产	17542.3	18049.9	-2.8%	17603.5	18518.1	-4.9%
新城发展	11113.2	11867.6	-6.4%	11668.9	12555.3	-7.1%
时代中国	13905.2	15130.8	-8.1%	13940.5	15456.9	-9.8%
龙光地产	15231.7	13358.9	14.0%	14536.7	12791.5	13.6%
旭辉控股	16492.0	17374.3	-5.1%	16154.5	18089.1	-10.7%

资料来源：公司资料、光银国际

六月份为今年上半年内房企业销售情况最理想的月份。不过，内房企业普遍六月份平均售价均下跌，跌幅亦较今年上半年为大。总结今年上半年，平均售价上升的内房企业包括龙湖集团及龙光地产。今年上半年平均售价同比跌幅较大为中国恒大及中国海外。

图表 3：重点房企 2020 年上半年销售目标完成率(%)

销售金额(亿元人民币)	2020 年 1-6 月	2020 年销售目标	目标完成率(%)
碧桂园	2669.5	---	---
万科	3204.8	---	---
中国恒大	3488.4	6500.0	53.7%
融创中国	1952.8	6000.0	32.5%
中国海外	1720.1	4000.0	43.0%
龙湖集团	1111.0	2600.0	42.7%
世茂房地产	1104.7	3000.0	36.8%
新城发展	975.2	2500.0	39.0%
时代中国	325.7	823.0	39.6%
龙光地产	463.5	1100.0	42.1%
旭辉控股	807.3	2300.0	35.1%
弘阳地产	302.5	750.0	40.3%

资料来源：公司资料、光银国际

部份重点内房企业方面，以中国恒大今年上半年销售目标完成率较高，并已完成今年全年销售目标的 53.7%，中国恒大管理层重申对今年能达成全年经营目标充满信心。至于其他重点内房企业，今年上半年销售占全年销售目标的约 32.5%至 43%。当中，融创中国今年上半年销售占全年销售目标的 32.5%，相对较低。

内地多地收紧楼市调控政策

7 月以来，内地多个地方公布多项楼市调控措施，包括：

7 月 2 日杭州市发布「关于进一步明确商品住房公证摇号公开销售有关要求的通知」，支持自住需求，抑制投机炒房。

7 月 2 日东莞市出台的「关于进一步加强商品住房预(销)售管理的通知」要求，要加大力度打击捂盘惜售行为，严格规范商品住房认购行为。

7 月 6 日晚上，宁波市发布稳定楼市「十条」新政，内容包括扩大限购范围，加强住房贷款审核。

7 月 14 日晚上，深圳市再发新规，深圳住建局等部门发布《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》。此次政策对深圳户籍人口出台了限购的内容，其中提到深户居民家庭、成年单身人士（含离异）须在本市落户满 3 年，且能提供购房之日前在本市连续缴纳 36 个月及以上个人所得税或社会保险证明，方可购买商品住房。

因此，虽然今年上半年内房销售回暖，但内地为防止楼市过热，纷纷出台调控政策，预期下半年内房销售仍将稳定回暖。

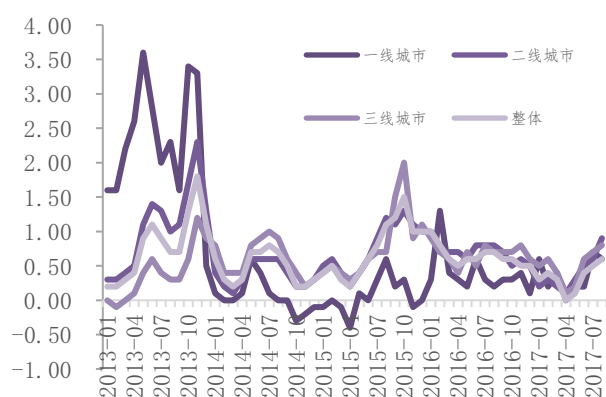
2020 年上半年内地房地产开发投资同比转跌为升

按国家统计局的数据，6 月份，4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上升 0.6%，涨幅比上月收窄 0.1 个百分点。31 个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.9%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点；35 个三线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.8%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。

6 月份，4 个一线城市、31 个二线城市、35 个三线城市新建商品住宅销售价格分别同比上升 3.3%、5.3%、4.6%。

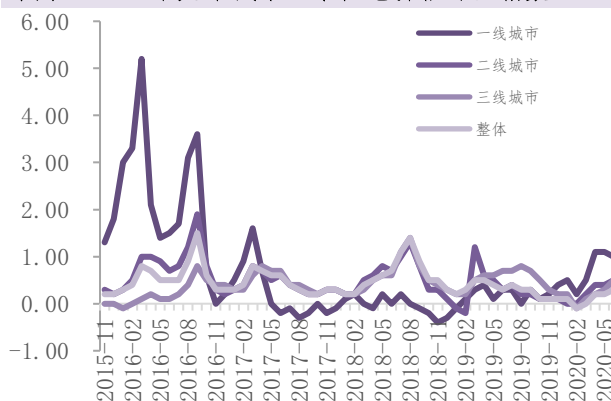
上半年全国房地产开发投资 62,780 亿元，同比增长 1.9%，首五个月同比下降 0.3%。上半年房地产开发土地购置面积 7,965 万平方米，同比下降 0.9%，降幅比首 5 月份收窄 7.2 个百分点。上半年商品房销售面积 69,404 万平方米，同比下降 8.4%，降幅较首 5 个月收窄 3.9 个百分点。商品房销售额 66,895 亿元，下降 5.4%，降幅比首五月份收窄 5.2 个百分点。

图表 4：70 个大中城市新建商品房价格环比指数



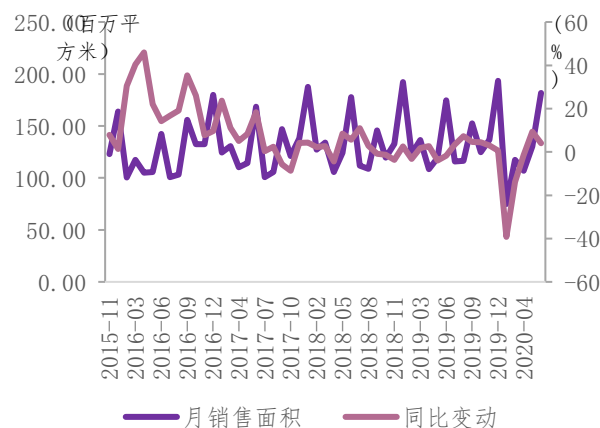
资料来源：国统局、光银国际

图表 5：70 个大中城市二手住宅价格环比指数



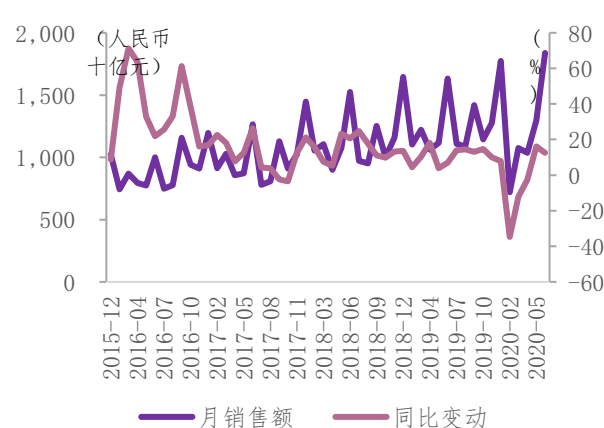
资料来源：国统局、光银国际

图表 6：住房销售面积



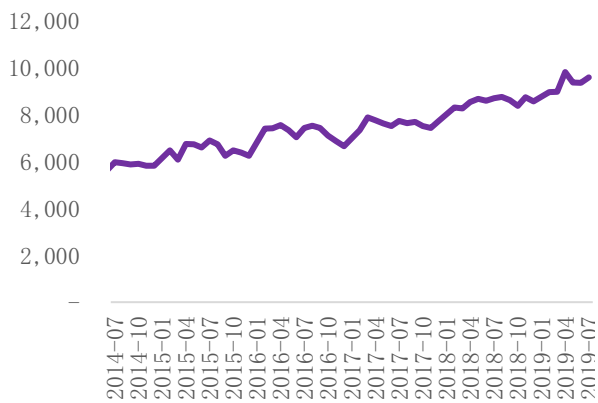
资料来源：国统局、光银国际

图表 7：住房销售额



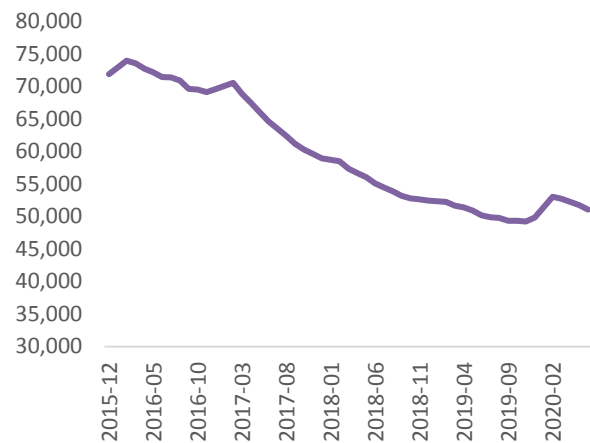
资料来源：国统局、光银国际

图表 8：商品房销售价格（元每平方米）



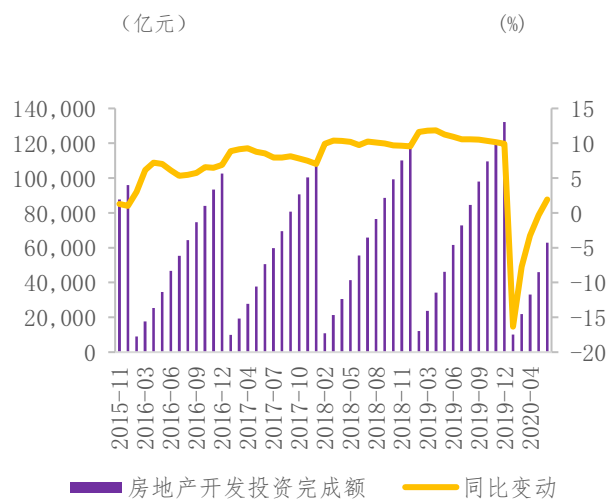
资料来源：国统局、光银国际

图表 9：商品房待售面积（万平方米）



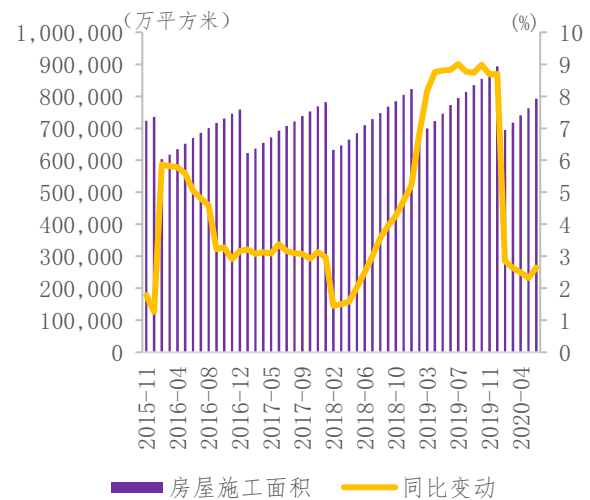
资料来源：国统局、光银国际

图表 10：房地产开发投资完成额



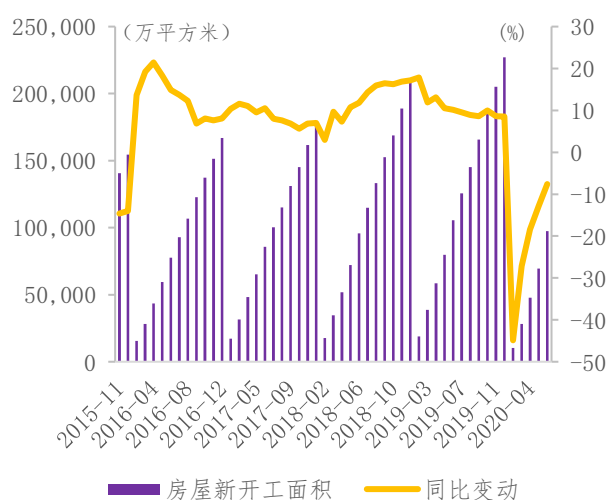
资料来源：国统局、光银国际

图表 11：房屋施工面积



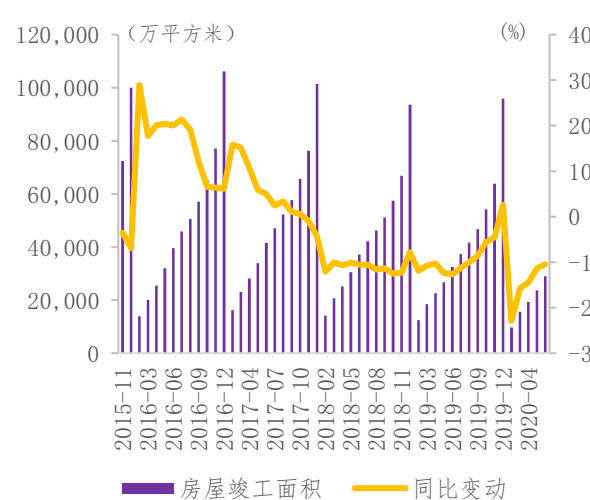
资料来源：国统局、光银国际

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 7 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								
2007 HK EQUITY	碧桂园	10.06	4.79	4.34	3.88	7.05	3.86	220,043
2202 HK EQUITY	万科	25.15	6.49	5.83	5.17	5.11	4.56	340,987
3333 HK EQUITY	中国恒大	21.55	14.59	7.91	6.92	5.59	9.95	281,338
1918 HK EQUITY	融创中国	35.15	6.50	4.78	3.94	4.52	10.54	163,769
688 HK EQUITY	中国海外发展	24.3	5.66	6.10	5.29	4.64	5.87	266,226
1109 HK EQUITY	华润置地	33.25	7.12	8.64	7.51	4.03	6.92	237,104
960 HK EQUITY	龙湖集团	37.35	12.40	10.48	8.79	4.21	8.32	223,995
813 HK EQUITY	世茂集团	31.5	8.39	7.57	6.26	5.25	6.57	111,437
1030 HK EQUITY	新城发展	7.53	5.78	4.80	4.19	6.39	3.63	46,761
1233 HK EQUITY	时代中国控股	14.06	4.33	3.87	3.25	7.86	5.77	27,302
3380 HK EQUITY	龙光集团	13.8	6.66	5.57	4.66	7.01	5.28	76,170
884 HK EQUITY	旭辉控股集团	6.72	8.30	5.79	4.79	6.17	9.61	54,666
3883 HK EQUITY	中国奥园	10.22	5.95	3.96	3.12	9.20	5.17	27,623
123 HK EQUITY	越秀地产	1.48	5.37	4.95	4.22	7.94	7.60	22,914
6158 HK EQUITY	正荣地产	4.69	7.09	5.90	4.69	2.77	9.47	20,485
3383 HK EQUITY	雅居乐集团	9.62	4.88	4.20	3.77	10.73	6.24	37,682
2868 HK EQUITY	首创置业	1.56	3.20	-	-	-	-	6,806
1966 HK EQUITY	中骏集团控股	3.72	4.48	4.07	3.27	8.08	7.60	15,558
3900 HK EQUITY	绿城中国	8.83	7.30	7.12	6.56	3.83	10.50	22,021
2772 HK EQUITY	中梁控股	5.31	3.98	3.61	2.88	10.75	5.91	19,019
1638 HK EQUITY	佳兆业集团	3.24	6.77	3.62	2.93	5.13	9.50	19,803
1628 HK EQUITY	禹洲集团	3.44	7.32	3.56	3.02	10.41	6.62	17,988
832 HK EQUITY	建业地产	3.82	7.10	3.71	2.78	9.14	3.51	10,616
2777 HK EQUITY	富力地产	9.07	2.67	2.74	2.34	15.25	7.83	31,703
2019 HK EQUITY	德信中国	2.9	4.26	4.08	3.36	7.27	-	7,834
1813 HK EQUITY	合景泰富集团	12.64	3.89	5.61	4.52	7.75	10.08	40,158
1238 HK EQUITY	宝龙地产	4.75	3.90	4.55	3.62	9.64	5.75	19,676
3301 HK EQUITY	融信中国	7.08	3.34	2.72	2.26	10.26	5.26	12,051
3377 HK EQUITY	远洋集团	1.93	6.69	5.09	4.38	8.50	8.72	14,699
817 HK EQUITY	中国金茂	5.35	11.67	7.63	6.18	5.22	12.60	63,012
	平均数		6.36	5.27	4.43	7.23	7.26	81,982

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。