

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10月20日

主要数据

2020E 平均市盈率 (x)	5.08
2020E 平均市净率 (x)	0.88
2020E 平均股息收益率 (%)	7.8

资料来源：彭博、光银国际

板块表现 (%)

1个月	-3.0
3个月	-1.6
今年以来	-13.9

资料来源：彭博

金九销售持续保持强劲增长

- 金九销售持续保持强劲增长
- 部份重点内房首9个月销售目标完成率逾六成
- 市场期待内房金九银十销情
- 2020年9月份一手房价上升幅度环比回落

金九销售持续保持强劲增长：根据各上市内房企业，今年9月份内房销售保持强劲增长，绝大部份内房企业9月份销售额均录得同比增长，仅新城发展及建业地产9月份销售金额录得负增长。当中，今年9月份增长最快企业为首创置业，销售金额同比增长115.5%，其次为弘阳地产，增长89.5%，中骏集团增长84.6%，而越秀地产及中国恒大分别增长73.7%及70.4%。不过，根据各上市内房企业，内房9月份销售平均售价普遍同比下跌。

今年首9个月销售表现最好仍为禹州集团：总结今年首9月份，销售表现最好的企业仍然是禹州集团，销售额同比增长57.7%，其次为绿城中国，销售金额同比增长43.9%，中国恒大、中国金茂及弘阳地产分别同比增长30.7%、30.7%及29.8%紧接其后。至于仍然录得负增长企业则包括新城发展、远洋集团、富力地产及首创置业。

部份重点内房首9个月销售目标完成率逾六成：与此同时，随着内房企业于过去几个月加快销售步伐，部份内房企业销售目标完成率有所提高，其中，中国恒大已完成逾九成的销售目标。其他企业销售目标完成率逾六成。

2020年9月份一手房价上升幅度环比回落：按国家统计局公布的数据，9月份，4个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.4%，涨幅比上月回落0.2个百分点。31个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.3%，涨幅比上月回落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0.5%，涨幅比上月回落0.5个百分点。

2020年9月份房地产投资增速持续提高：首9个月全国房地产开发投资同比上升5.6%，增速较首8个月提高1.0个百分点。首9个月房屋新开工面积同比下降3.4%，跌幅较首8个月收窄0.2个百分点。房屋施工面积同比增加4.0%，较1-8月升幅回落0.2个百分点。房屋竣工面积同比下降11.6%，降幅扩大0.8个百分点。2020年首9个月全国商品房销售面积同比下跌1.8%，较首8月份跌幅收窄1.5%。商品房销售额约11.56万亿元人民币，同比增长3.7%，增速提高2.1个百分点。

金九销售持续保持强劲增长

图表 1： 香港上市房企 2020 年首 9 个月销售情况

销售金额(亿元人民币)	2020 年 1-9 月	2019 年 1-9 月	YOY (%)	2020 年 9 月	2019 年 9 月	YOY (%)
碧桂园	4467.9	4229.3	5.6%	646.3	515.8	25.3%
万科	4927.6	4756.0	3.6%	545.4	492.9	10.7%
中国恒大	5922.5	4531.8	30.7%	1416.3	831.1	70.4%
融创中国	3807.0	3694.9	3.0%	689.4	629.1	9.6%
中国海外	2571.9	2858.9	2.1%	348.9	340.7	9.0%
龙湖集团	1863.4	1746.2	6.7%	300.4	270.0	11.3%
世茂房地产	2012.1	1739.9	15.6%	322.1	320.9	0.4%
新城发展	1630.5	1976.9	-17.5%	239.7	262.3	-8.6%
时代中国	597.1	506.6	17.9%	103.5	75.2	37.5%
龙光地产	835.1	716.6	16.5%	130.6	90.3	44.6%
旭辉控股	1543.5	1367.4	12.9%	260.3	200.0	30.2%
中国奥园	833.5	786.0	6.0%	120.8	106.2	13.7%
越秀地产	586.4	479.8	22.2%	69.8	40.2	73.7%
正荣地产	961.6	900.1	6.8%	142.6	108.0	32.0%
雅居乐集团	897.8	869.6	3.2%	121.1	118.2	2.5%
首创置业	485.2	510.7	-5.0%	76.5	35.5	115.5%
中骏集团控股	690.3	546.3	26.4%	120.2	65.1	84.6%
绿城中国	1158.0	805.0	43.9%	201.0	119.0	68.9%
佳兆业集团	710.5	551.3	28.9%	161.2	108.3	48.8%
禹州集团	770.6	488.7	57.7%	116.5	82.2	41.8%
建业地产	671.6	650.9	3.2%	103.3	109.3	-5.4%
富力地产	866.2	925.6	-6.4%	140.1	113.1	23.9%
合景泰富集团	659.1	581.6	13.3%	103.1	92.3	11.7%
宝龙地产	543.2	451.3	20.4%	81.0	51.9	56.1%
融信中国	1001.2	939.8	6.5%	155.9	134.9	15.6%
远洋集团	760.3	888.3	-14.4%	160.3	135.2	18.6%
弘阳地产	568.0	437.6	29.8%	87.9	46.4	89.5%
中国金茂	1618.2	1238.4	30.7%	159.9	156.2	2.3%

资料来源：公司资料、 光银国际

根据各上市内房企业，今年 9 月份内房销售保持强劲增长，绝大部份内房企业 9 月份销售额均录得同比增长，仅新城发展及建业地产 9 月份销售金额录得负增长。当中，今年 9 月份增长最快企业为首创置业，销售金额同比增长 115.5%，其次为弘阳地产，增长 89.5%，中骏集团增长 84.6%，而越秀地产及中国恒大分别增长 73.7%及 70.4%。

总结今年首 9 月份，销售表现最好的企业仍然是禹州集团，销售额同比增长 57.7%，其次为绿城中国，销售金额同比增长 43.9%，中国恒大、中国金茂及弘阳地产分别同比增长 30.7%、30.7%及 29.8%紧接其后。至于仍然录得负增长企业则包括新城发展、远洋集团、富力地产及首创置业。

部份内房销售目标完成率逾六成

与此同时，随着内房企业于过去几个月加快销售步伐，部份内房企业销售目标完成率有所提高，其中，中国恒大已完成逾九成的销售目标。其他企业销售目标完成率逾六成。

图表 2: 部份内房企 2020 年首 9 个月销售目标完成率(%)

销售金额(亿元人民币)	2020 年 1-8 月	2020 年销售目标	目标完成率(%)
碧桂园	4467.9	---	---
万科	4927.6	---	---
中国恒大	5922.5	6500.0	91.1%
融创中国	3807.0	6000.0	63.5%
中国海外	2571.9	4000.0	64.3%
华润置地	1837.4	2620.0	70.1%
龙湖集团	1863.4	2600.0	71.7%
世茂房地产	2012.1	3000.0	67.1%
新城发展	1630.5	2500.0	65.2%
时代中国	597.1	823.0	72.6%
龙光地产	835.1	1100.0	75.9%
旭辉控股	1543.5	2300.0	67.1%
弘阳地产	568.0	750.0	75.7%

资料来源：公司资料、光银国际

内房 9 月份销售平均售价普遍同比下跌

图表 3： 部份房企 2020 年首 9 个月销售平均售价

销售均价(亿元人民币)	2020 年 1-9 月	2019 年 1-9 月	YOY (%)	2020 年 9 月	2019 年 9 月	YOY (%)
碧桂园	8441.1	9007.0	-6.3%	8515.2	8939.3	-4.7%
万科	15109.8	15533.9	-2.7%	14700.8	15369.5	-4.4%
中国恒大	9006.4	10590.0	-15.0%	8627.0	10054.4	-14.2%
融创中国	13973.2	15037.0	-7.1%	14052.2	14623.4	-3.9%
中国海外	18764.8	20779.8	-9.7%	22153.7	21637.4	2.4%
华润置地	19126.3	18090.4	5.7%	24879.9	17055.0	45.9%
龙湖集团	16961.6	16856.8	0.6%	17019.8	19679.3	-13.5%
世茂房地产	17533.8	17935.8	-2.2%	17448.5	17735.1	-1.6%
新城发展	10811.1	11594.4	-6.8%	10503.6	11746.4	-10.6%
时代中国	14179.8	15011.3	-5.5%	15168.6	15543.4	-2.4%
龙光地产	15964.4	13577.1	17.6%	15849.5	14310.6	10.8%
旭辉控股	15136.1	17042.4	-11.2%	13321.4	17958.2	-25.8%
越秀地产	24170.2	21438.5	12.7%	20709.2	18477.5	12.1%
正荣地产	15632.9	15509.7	0.8%	17496.9	15426.8	13.4%
雅居乐集团	13470.4	13880.3	-3.0%	12097.9	12918.0	-6.3%
首创置业	27568.2	25963.4	6.2%	14571.4	27519.4	-47.1%
中骏集团控股	14661.7	12432.1	17.9%	18259.9	12808.2	42.6%
绿城中国	26378.1	25718.8	2.6%	27534.2	27045.5	1.8%
佳兆业集团	17010.9	18248.7	-6.8%	16607.3	23986.0	-30.8%
禹州集团	16358.3	14985.8	9.2%	16074.5	14492.6	10.9%
建业地产	7198.2	6992.7	2.9%	7235.9	9582.8	-24.5%
富力地产	11720.8	10845.5	8.1%	12172.0	10908.6	11.6%
合景泰富集团	16315.3	17671.6	-7.7%	17650.7	20979.5	-15.9%
宝龙地产	15341.5	16223.8	-5.4%	15411.8	15070.3	2.3%
融信中国	21998.2	21086.6	4.3%	20489.0	21208.7	-3.4%
远洋集团	19730.1	20287.7	-2.7%	23164.7	19139.3	21.0%
弘阳地产	14309.1	13258.3	7.9%	15116.0	13248.1	14.1%
中国金茂	18959.9	21300.8	-11.0%	18923.1	21649.0	-12.6%

资料来源：公司资料、光银国际

虽然单月平均售价受不同因素影响，但根据各上市内房企业，内房 9 月份销售平均售价普遍同比下跌。

房地产调控政策未有改变

内地房地产市场转趋畅旺，但在「房住不炒」的大前提下，内地对房地产行业规范持续。近期不断有消息传出内地城市对二套房首付比率提高，10月9日晚，徐州市住建局官网发布《关于进一步促进市区房地产市场健康发展的通知》及绍兴市房地产市场持续健康发展协调小组办公室发布《关于进一步促进房地产市场平稳运行的通知》，在商品房销售价格上进行收紧。

另一方面，部份城市亦有不同收紧二套房政策，包括常州出台二套房首付提高的政策之后，无锡亦提高二套房公积金贷款利率。

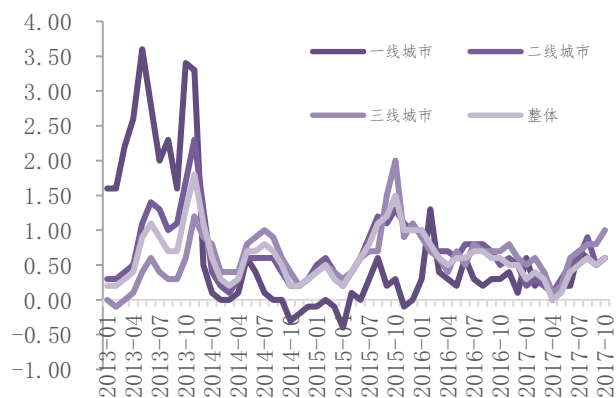
2020年9月份房地产投资增速持续提高

按国家统计局公布的数据，9月份，4个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.4%，涨幅比上月回落0.2个百分点。31个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.3%，涨幅比上月回落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0.5%，涨幅比上月回落0.5个百分点。

首9个月全国房地产开发投资同比上升5.6%，增速较首8个月提高1.0个百分点。首9个月房屋新开工面积同比下降3.4%，跌幅较首8个月收窄0.2个百分点。房屋施工面积同比增加4.0%，较1-8月升幅回落0.2个百分点。房屋竣工面积同比下降11.6%，降幅扩大0.8个百分点。

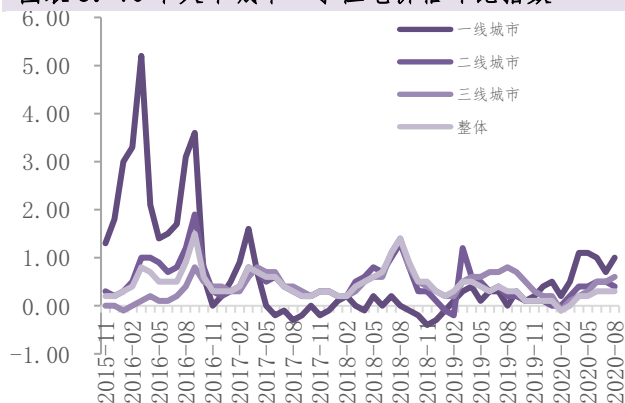
2020年首9个月全国商品房销售面积同比下跌1.8%，较首8月份跌幅收窄1.5%。商品房销售额约11.56万亿元人民币，同比增长3.7%，增速提高2.1个百分点。

图表 4：70 个大中城市新建商品房价格环比指数



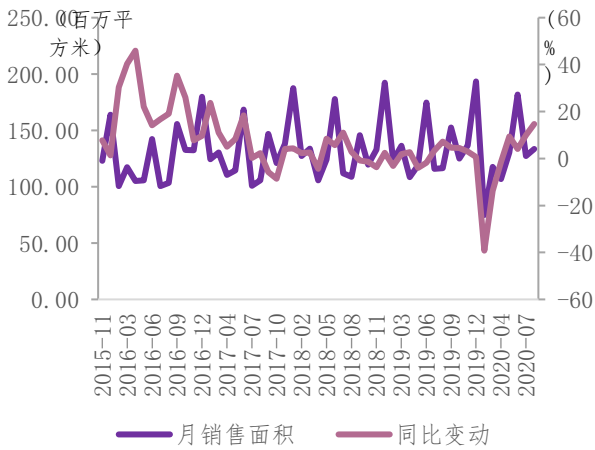
资料来源：国统局、光银国际

图表 5：70 个大中城市二手住宅价格环比指数



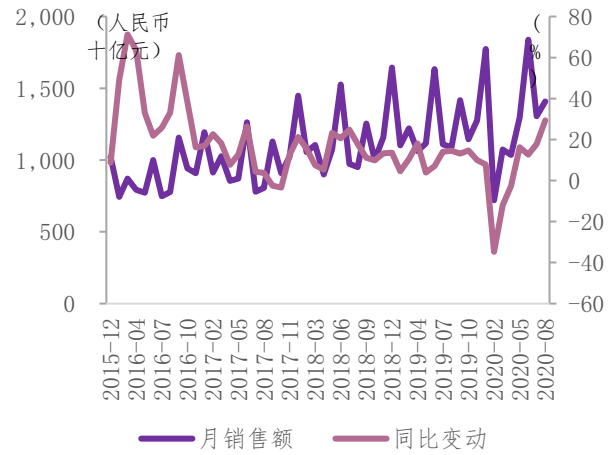
资料来源：国统局、光银国际

图表 6：住房销售面积



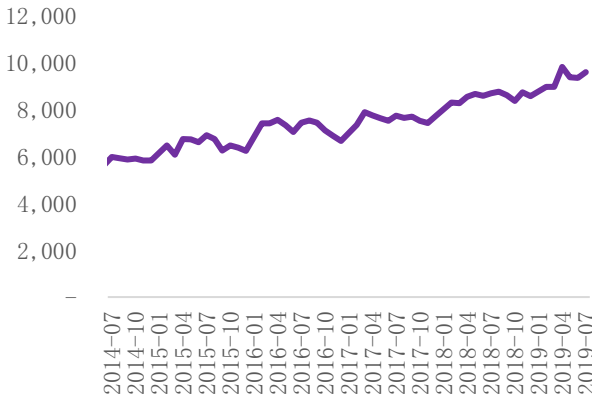
资料来源：国统局、光银国际

图表 7：住房销售额



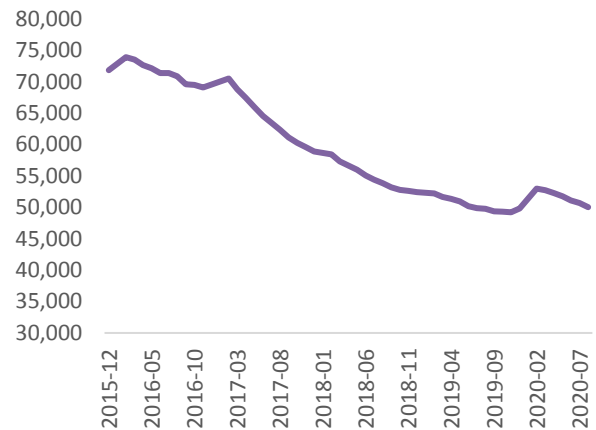
资料来源：国统局、光银国际

表 8：商品房销售价格（元每平方米）



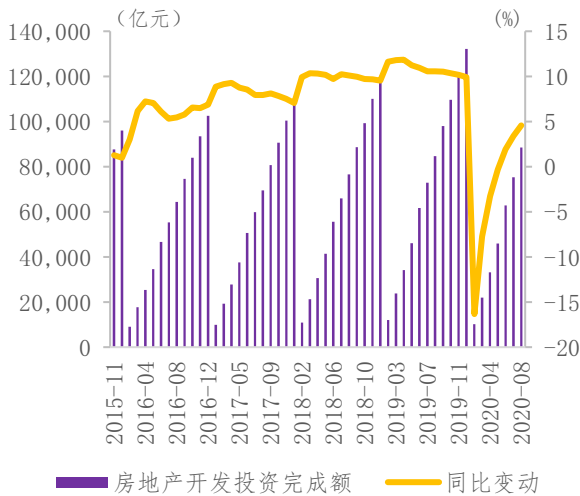
资料来源：国统局、光银国际

图表 9：商品房待售面积（万平方米）



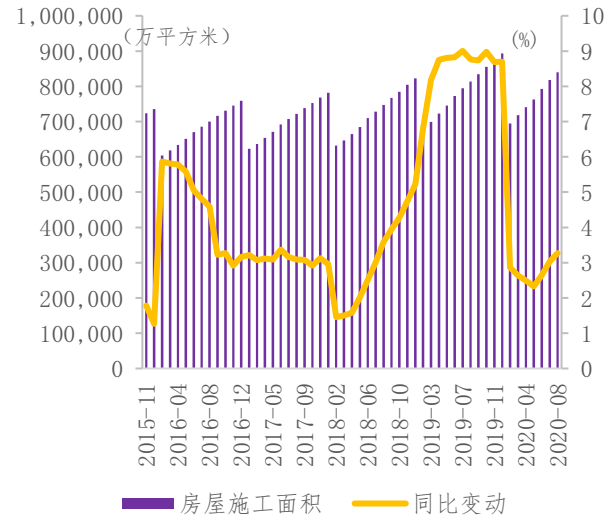
资料来源：国统局、光银国际

图表 10：房地产开发投资完成额



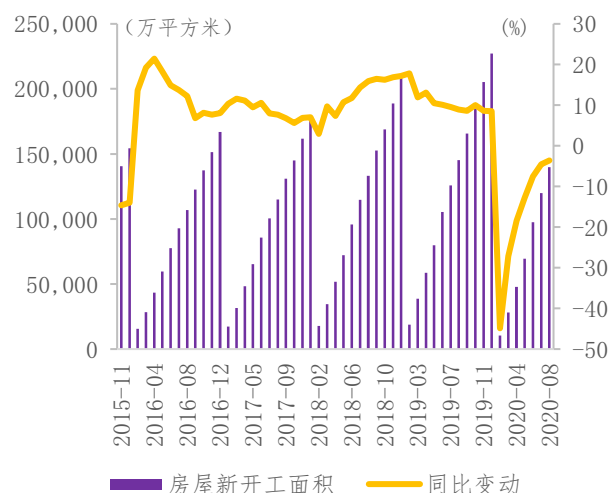
资料来源：国统局、光银国际

图表 11：房屋施工面积



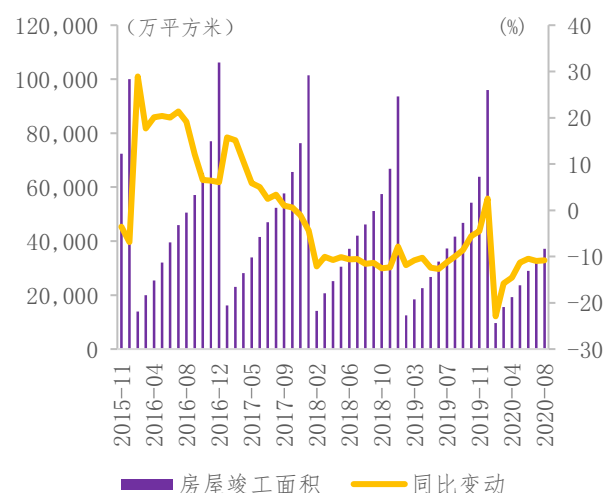
资料来源：国统局、光银国际

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 10 月 16 日)

代码	名称	股价(当地货币)	2019	市盈率	2020E	2021E	2019	市账率	2020E	2021E	股息率	2020E	ROE	2020E	市值 (百万港元)
内房股															
2007 HK EQUITY	碧桂园	9.62	4.58	4.21	3.67	1.15	1.00	0.83	7.32	4.44	212,201				
2202 HK EQUITY	万科	24.1	6.22	5.47	4.87	1.24	1.08	0.93	5.71	4.58	359,364				
3333 HK EQUITY	中国恒大	15.82	10.71	6.47	5.51	1.35	1.07	0.95	7.38	10.29	207,615				
1918 HK EQUITY	融创中国	29.15	5.39	3.86	3.28	1.22	1.06	0.85	5.56	9.55	137,273				
688 HK EQUITY	中国海外发展	19.58	4.56	4.90	4.31	0.67	0.63	0.57	5.84	5.10	216,472				
1109 HK EQUITY	华润置地	35.8	7.67	8.97	7.66	1.29	1.15	1.05	3.95	7.60	255,644				
960 HK EQUITY	龙湖集团	42.25	14.03	11.39	9.65	2.31	2.04	1.79	3.87	8.92	252,986				
813 HK EQUITY	世茂集团	30.3	8.07	7.09	5.84	1.23	1.14	1.00	5.74	6.65	106,838				
1030 HK EQUITY	新城发展	6.5	4.99	4.08	3.47	1.29	1.02	0.83	7.55	4.05	40,365				
1233 HK EQUITY	时代中国控股	10.74	3.30	3.00	2.54	1.01	0.75	0.61	10.02	5.73	20,816				
3380 HK EQUITY	龙光集团	12.12	5.85	4.61	3.85	1.63	1.38	1.11	8.46	5.30	66,786				
884 HK EQUITY	旭辉控股集团	5.66	6.99	4.72	3.90	1.23	0.99	0.83	7.71	8.97	46,278				
3883 HK EQUITY	中国奥园	7.79	4.53	2.95	2.30	1.20	0.93	0.73	12.52	5.84	21,137				
123 HK EQUITY	越秀地产	1.55	5.63	5.00	4.25	0.50	0.47	0.44	7.99	7.88	23,998				
6158 HK EQUITY	正荣地产	4.56	6.90	5.88	4.69	1.03	0.93	0.82	2.96	10.41	20,004				
3383 HK EQUITY	雅居乐集团	10.64	5.40	4.37	4.03	0.75	0.66	0.60	9.88	5.81	41,834				
2868 HK EQUITY	首创置业	1.36	2.79	-	-	0.31	-	-	-	-	6,021				
1966 HK EQUITY	中骏集团控股	3.57	4.30	3.81	3.11	0.70	0.64	0.55	8.59	8.07	15,073				
3900 HK EQUITY	绿城中国	13.8	11.41	10.46	9.50	0.94	0.94	0.88	2.54	12.03	33,917				
2772 HK EQUITY	中梁控股	4.99	3.74	3.38	2.77	1.80	1.25	0.93	11.82	4.56	18,160				
1638 HK EQUITY	佳兆业集团	4.03	8.42	4.01	3.22	0.74	0.68	0.57	4.53	10.15	24,280				
1628 HK EQUITY	禹洲集团	3.07	6.54	3.18	2.72	0.66	0.55	0.47	11.53	6.99	17,148				
832 HK EQUITY	建业地产	4.28	7.96	4.31	3.56	1.11	0.94	0.80	8.32	4.66	12,469				
2777 HK EQUITY	富力地产	9.74	2.86	2.98	2.63	0.35	0.35	0.32	14.70	8.09	36,285				
2019 HK EQUITY	德信中国	3.27	4.80	4.46	3.67	1.53	-	-	6.70	-	8,860				
1813 HK EQUITY	合景泰富集团	10.42	3.21	5.10	4.17	0.70	0.69	0.61	9.84	9.30	32,861				
1238 HK EQUITY	宝龙地产	5.71	4.69	5.69	4.45	0.62	0.58	0.54	8.38	6.74	23,322				
3301 HK EQUITY	融创中国	5.96	2.81	3.10	2.23	0.54	0.48	0.41	9.58	8.08	10,181				
3377 HK EQUITY	远洋集团	1.59	5.51	4.18	3.57	0.21	0.20	0.20	9.98	7.40	12,262				
817 HK EQUITY	中国金茂	4.15	9.05	5.78	4.71	1.04	0.94	0.81	6.62	12.53	53,612				
	平均数		6.10	5.08	4.28	1.01	0.88	0.75	7.78	7.49	77,802				

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。