

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

2023年7月20日

主要数据

2023E 平均市盈率 (x)	3.53
2024E 平均市盈率 (x)	3.36
2023E 平均市净率 (%)	0.2

资料来源：彭博、光银国际

板块表现 (%)

1个月	-14.2
3个月	-30.0
今年以来	-37.4

资料来源：彭博

2023年上半年内房销售仍然偏弱

- 今年上半年内房销售偏弱
- 上半年全国房地产开发企业到位资金仍然紧张
- 市场仍等待内地推出较有力的刺激房地产行业政策
- 内房板块今年续跑输大市

今年上半年内房销售偏弱。今年上半年购房意愿偏低，根据国家统计局资料，上半年商品房销售额同比增长1.1%，为63,092亿元，而去年同期同比下降28.9%。然而，回顾今年上半年销售情况，大部分上市房企销售表现分化，当中，上半年表现较好为龙湖集团，销售同比增长74.3%；跌幅最大为融信中国，同比下跌74.7%。6月份单月销售表现最好为龙湖集团，同比增长4.9%；融信中国跌幅最大，为80.1%。

6月份内地住宅销售价格下降。按国家统计局公布的数据，6月份，4个一线城市新建商品住宅销售价格由上月上涨0.1%转为持平，其中，北京和上海环比分别上涨0.1%及0.4%；广州和深圳环比分别下降0.1%和0.3%。31个二线城市新建商品住宅销售价格由上月上涨0.2%转为持平。35个三线城市新建商品住宅销售价格环比由上月持平转为下降0.1%。4个一线城市二手住宅销售价格环比下降0.7%，降幅比上月扩大0.3个百分点。31个二线城市二手住宅销售价格环比下降0.4%，降幅比上月扩大0.1个百分点。35个三线城市二手住宅销售价格环比下降0.4%，降幅比上月扩大0.2个百分点。6月份，70个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有27个和6个，分别比上月增加1个和减少3个。

上半年全国房地产开发企业到位资金仍然紧张。2023年1-6月全国房地产开发企业到位资金68,797亿元，同比下降9.8%，跌幅较1-5月的6.6%扩大，而去年同期为同比下降25.3%。其中，国内贷款8,691亿元，下降11.1%；利用外资28亿元，下降49.1%；自筹资金20,561亿元，下降23.4%；定金及预收款24,275亿元，下降0.9%；个人按揭贷款12,429亿元，增长2.7%。

市场仍等待内地推出较有力的刺激房地产行业政策。今年以来，房地产销售增长乏力，新的开发需求也处于低迷状态。内地房地产政策仍延续宽松基调，“稳地产”政策续力。在房地产市场低迷的背景下，央行透过货币政策刺激需求，并将“金融十六条”优化两项政策延长至2024年年底。整体而言，目前市民对购房需求及信心仍然薄弱，虽然延长有关政策的适用期限向市场传递了一定的积极信号，但面对当前持续低迷的房地产市场，现行措施刺激作用有限，未能支持陷入困境的房地产行业持续反弹，市场仍待内地推出新支持行业政策。

内房板块今年续跑输大市。内房板块今年表现仍然疲弱，今年以来平均下跌37.4%。

2023 年上半年内房销售仍然偏弱

今年上半年购房意欲偏低，市场信心不足，内房销售表现分化。回顾今年上半年销售情况，大部分上市房企销售继续不理想，当中，上半年表现较好为龙湖集团，销售同比增长 74.3%；跌幅最大为融信中国，同比下跌 74.7%。6 月份单月销售表现最好为龙湖集团，同比增长 4.9%；融信中国跌幅最大，为 80.1%。

图表 1：香港部份上市房企 2023 年上半年销售情况

销售金额(亿元人民币)	2023 年 1-6 月	2022 年 1-6 月	YOY (%)	2023 年 6 月	2022 年 6 月	YOY (%)
碧桂园	1287.6	1851.0	-30.4%	160.0	345.2	-53.7%
万科	2039.4	2152.9	-5.3%	361.4	471.9	-23.4%
融创中国	521.4	1128.2	-53.8%	70.2	140.4	-50.0%
中国海外	1801.8	1385.0	30.1%	332.0	434.7	-23.6%
华润置地	1702.3	1210.3	40.7%	269.0	396.9	-32.2%
龙湖集团	985.2	565.1	74.3%	168.0	160.2	4.9%
世茂房地产	280.7	437.5	-35.8%	42.1	95.0	-55.7%
新城发展	424.0	651.6	-34.9%	67.0	139.9	-52.1%
时代中国	94.4	274.6	-65.6%	10.8	51.8	-79.2%
越秀地产	788.0	489.1	61.1%	141.1	143.0	-1.3%
正荣地产	96.8	213.2	-54.6%	16.7	26.9	-37.7%
雅居乐集团	282.3	394.5	-28.4%	35.4	82.7	-57.2%
中骏集团控股	200.8	325.8	-38.4%	30.1	60.5	-50.3%
绿城中国	1004.0	856.0	17.3%	137.0	256.0	-46.5%
中梁控股	210.3	387.0	-45.7%	31.1	70.0	-55.6%
禹州集团	116.7	209.5	-44.3%	19.5	40.3	-51.6%
建业地产	100.2	140.4	-28.6%	12.6	29.7	-57.6%
富力地产	135.4	265.0	-48.9%	29.7	46.7	-36.4%
德信中国	135.2	194.8	-30.6%	18.1	43.5	-58.4%
宝龙地产	176.1	232.3	-24.2%	26.0	42.2	-38.5%
融信中国	97.9	387.4	-74.7%	18.1	91.0	-80.1%
远洋集团	356.6	430.1	-17.1%	70.4	137.0	-48.6%
弘阳地产	130.3	196.1	-33.6%	15.0	40.9	-63.3%
中国金茂	859.2	699.0	22.9%	131.4	190.0	-30.8%

资料来源：公司资料、光银国际

内地暂未推出明显支持内房政策

今年以来，房地产销售增长乏力，新的开发需求也处于低迷状态。内地房地产政策仍延续宽松基调，“稳地产”政策续力。在房地产市场低迷等经济复苏步伐放缓的背景下，央行透过货币政策刺激需求，包括于6月20日启动降息，为近8个月来首次下调。1年期LPR下调10个基点，由3.65%调整至3.55%。作为住房贷款利率基准的5年期以上LPR下调10个基点，降至4.20%，为2019年以来最低水平。央行此次降息意味着购房者住房贷款利率的下调，希望进一步刺激居民购房意愿，提振国内经济。

与此同时，多地微调放宽房地产政策，持续优化公积金政策，但具有政策出台频率逐渐放缓，政策调控优化力度有限的特点。6月25日，扬州市住建局发布公告优化楼市政策，在市区购买改善性住房不再执行限购政策，有效期一年，经过今年的两次调整扬州限购政策已基本放开。除此之外，杭州、南京等热门城市也多次调整，不断放松限购政策。同时，当月北京公积金管理中心公布称提高租房提取额度，由每人每月1500元调整至2000元；连云港住建局公布称降低首套公积金首付至20%，支持提取公积金支付首付；广州住房公积金管理中心公布支持多孩家庭公积金租房购房举措，该类家庭住房公积金贷款最高额度上浮30%。

为进一步缓解房企资金压力，提振市场信心，7月10日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布通知，将“金融十六条”优化两项政策延长至2024年年底。去年推出的“金融十六条”政策明确支持房企融资，此次金融管理部门对其中两项进行延期，包括房企存量融资展期和保交楼配套融资支持两条政策。进一步打消金融机构的顾虑，鼓励金融机构向专项借款支持项目发放配套融资，进一步改善房地产企业融资。政府仍然强调“房住不炒”的调控方针，全面落实稳地价、稳房价的长效机制。

整体而言，目前市民对购房需求及信心仍然薄弱，虽然延长有关政策的适用期限向市场传递了一定的积极信号，但面对当前持续低迷的房地产市场，现行措施刺激作用有限，未能支持陷入困境的房地产行业持续反弹，市场仍待内地推出新支持行业政策。

上半年内房数据整体表现疲弱

按国家统计局公布的数据,2023年6月份,4个一线城市新建商品住宅销售价格由上月上涨0.1%转为持平,其中,北京和上海环比分别上涨0.1%及0.4%;广州和深圳环比分别下降0.1%和0.3%。31个二线城市新建商品住宅销售价格由上月上涨0.2%转为持平。35个三线城市新建商品住宅销售价格环比由上月持平转为下降0.1%。4个一线城市二手住宅销售价格环比下降0.7%,降幅比上月扩大0.3个百分点。31个二线城市二手住宅销售价格环比下降0.4%,降幅比上月扩大0.1个百分点。35个三线城市二手住宅销售价格环比下降0.4%,降幅比上月扩大0.2个百分点。6月份,70个大中城市中,新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有27个和6个,分别比上月增加1个和减少3个。

2023年1-6月全国房地产开发投资同比下降7.9%,为58,550亿元,其中,住宅投资44,439亿元,下降7.3%。2023年6月份,全国房地产开发投资同比下降10.3%,去年同期为同比下降9.4%。

2023年1-6月房屋新开工面积同比下降24.3%,为49,880万平方米。其中,住宅新开工面积36,340万平方米,下降24.9%。房屋施工面积同比下降6.6%,为791,548万平方米。其中,住宅施工面积557,083万平方米,下降6.9%。房屋竣工面积同比增长19.0%,为33,904万平方米。其中,住宅竣工面积增长18.5%。

2023年1-6月全国商品房销售面积分别同比下降5.3%,为59,515万平方米,而去年同期同比下降22.2%。商品房销售额同比增长1.1%,为63,092亿元,而去年同期同比下降28.9%。6月末,商品房待售面积同比增长17.0%,为64,159万平方米。其中,住宅待售面积增长18.0%。

2023年1-6月全国房地产开发企业到位资金68,797亿元,同比下降9.8%,跌幅较1-5月的6.6%扩大,而去年同期为同比下降25.3%。其中,国内贷款8,691亿元,下降11.1%;利用外资28亿元,下降49.1%;自筹资金20,561亿元,下降23.4%;定金及预收款24,275亿元,下降0.9%;个人按揭贷款12,429亿元,增长2.7%。

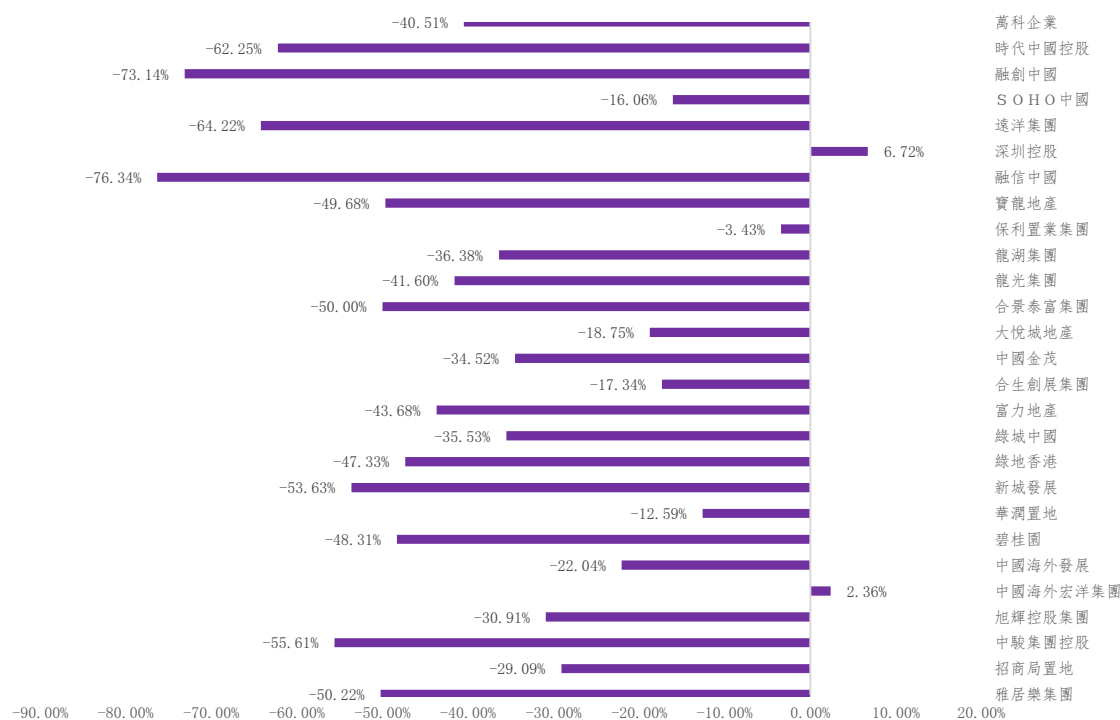
2023年6月份,房地产开发景气指数为94.06,低于5月份的94.55,而去年5月份为95.60。

整体而言,6月份内房整体数据仍然表现疲弱,全国房地产开发投资同及新开工面积续下降,市场信心仍然不足。与此同时,房地产开发企业到位资金仍然紧张,惟整体跌幅有所收窄。

内房板块今年续跑输大市

内房板块今年表现仍然疲弱，今年以来板块平均下跌37.4%。目前内房2023年预测市盈率3.53倍，市帐率0.2倍。

图表 2：内房企业表现(截至 2023 年 7 月 18 日)



注：包括部份已停牌股份。资料来源：彭博、光银国际

图表 3：内房企业估值表 (截至 2023 年 7 月 18 日)

代码	名称	股价(当地货币)	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	市值 (百万港元)
内房股									
2007 HK EQUITY	碧桂园	1.38	-	5.07	4.81	0.17	0.17	0.16	38,140
2202 HK EQUITY	万科	9.4	4.14	4.62	4.51	0.42	0.39	0.37	165,836
3333 HK EQUITY	中国恒大	1.65	-	-	5.79	-	0.12	0.13	21,787
1918 HK EQUITY	融创中国	1.23	-	1.84	-	0.11	0.06	0.15	6,702
688 HK EQUITY	中国海外发展	16.06	6.48	5.89	5.35	0.46	0.42	0.40	175,775
1109 HK EQUITY	华润置地	31.25	7.08	7.05	6.46	0.86	0.78	0.72	222,842
960 HK EQUITY	龙湖集团	15.46	3.28	3.83	3.73	0.61	0.56	0.50	98,043
813 HK EQUITY	世茂集团控股有限公司	4.42	1.12	1.26	1.23	0.16	0.15	0.14	16,786
1030 HK EQUITY	新城发展	1.34	28.77	3.05	2.74	0.19	0.19	0.18	9,468
1233 HK EQUITY	时代中国控股	0.57	-	10.00	4.32	0.19	0.18	0.18	1,198
3380 HK EQUITY	龙光集团	0.73	-	0.81	5.29	0.11	0.08	0.10	4,150
884 HK EQUITY	旭辉控股集团	0.76	-	2.99	1.72	0.20	0.16	0.15	7,914
3883 HK EQUITY	中国奥园	1.18	-	0.51	1.50	0.16	0.10	0.10	3,499
123 HK EQUITY	越秀地产	8.47	5.98	6.21	5.62	0.53	0.51	0.49	34,095
6158 HK EQUITY	正荣地产	0.113	-	-	-	0.10	0.02	-	494
3383 HK EQUITY	雅居乐集团	1.15	-	7.67	4.77	0.12	0.08	0.08	5,405
3900 HK EQUITY	绿城中国	7.35	6.19	3.42	3.04	0.47	0.42	0.38	18,610
2772 HK EQUITY	中梁控股	0.44	-	0.51	0.46	0.13	0.09	0.08	1,576
1638 HK EQUITY	佳兆业集团	0.182	-	-	-	0.15	-	-	1,277
1628 HK EQUITY	禹洲集团	0.226	-	-	-	0.13	0.18	0.33	1,479
832 HK EQUITY	建业地产	0.132	-	-	-	0.47	-	-	401
2777 HK EQUITY	富力地产	1.07	-	-	-	0.07	0.07	0.08	4,015
2019 HK EQUITY	德信中国	0.38	2.07	0.93	0.90	0.14	0.12	0.11	1,128
1813 HK EQUITY	合景泰富集团	0.93	-	1.69	1.49	0.09	0.07	0.07	3,180
1238 HK EQUITY	宝龙地产	0.79	7.49	1.30	1.26	0.07	0.07	0.06	3,271
3301 HK EQUITY	融信中国	0.265	-	-	-	0.07	0.02	-	446
3377 HK EQUITY	远洋集团	0.39	-	1.34	1.60	0.09	0.05	0.05	2,970
817 HK EQUITY	中国金茂	1.1	6.07	4.21	3.89	0.28	0.25	0.24	14,646
平均数			7.15	3.53	3.36	0.24	0.20	0.22	30,898

资料来源：彭博、光银国际

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。